

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE MADRID

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Doctorado en Economía Financiera: Banca y Bolsa

**MERCADOS DE VALORES PARA
EMPRESAS DE PEQUEÑA Y MEDIANA
CAPITALIZACIÓN: UN NUEVO MODELO
ALTERNATIVO DE MERCADO DE
VALORES EN EUROPA**

TESIS DOCTORAL

Presentada por:

AGUSTINA FELIPE HERNÁNDEZ

Dirigida por:

Dra. D^a PILAR SORIA LAMBÁN

Madrid, Noviembre 2015

AGRADECIMIENTOS

Deseo agradecer a Bolsas y Mercados Españoles la oportunidad que me ofreció de conocer los mercados alternativos de valores europeos, a través de su Servicio de Estudios y, en particular, de la figura de su director D^o Domingo García Coto. A raíz de nuestras conversaciones surgió mi interés por el tema desarrollado en la presente tesis.

Agradezco la inestimable ayuda, en el campo informático, de mi amigo Luis Gabril Juretschke Moragues y de su sobrino Carlos Ruiz Juretschke, en una etapa especialmente difícil, por la que pasaron los datos de este trabajo. En esta misma vertiente informática, quiero agradecer también la ayuda prestada por mi sobrino Santiago Fernández Felipe por su disposición y esfuerzo para preparar el documento conforme a como debe presentarse.

Por último pero no por ello menos importante, quiero agradecer la profesionalidad y cercanía con la que he sido atendida en las distintas áreas de la Universidad Autónoma de Madrid. En especial, quiero agradecer la valiosa ayuda prestada por mi directora de tesis, D^a Pilar Soria Lambán, quien me ha recibido en todo momento con la mejor disposición y sus orientaciones han sido claves en el desarrollo y culminación de este trabajo de investigación.

Muchas gracias a todos.

Mercados de Valores para Empresas de Pequeña y Mediana Capitalización: Un Nuevo Modelo Alternativo de Mercado de Valores en Europa

ÍNDICE

| | |
|--|-----|
| 1. INTRODUCCIÓN | 6 |
| 2. EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES EUROPEOS DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS..... | 13 |
| 3. LOS NUEVOS MERCADOS ALTERNATIVOS DE VALORES EUROPEOS..... | 20 |
| 3.1 Metodología-Construcción manual de las bases de datos | 21 |
| 3.3 Desarrollo de otros mercados alternativos de valores en Europa..... | 32 |
| 3.4 Principales aspectos de la regulación y normas de funcionamiento | 47 |
| 3.4.1 Regulación..... | 47 |
| 3.4.2 Modelos de mercado..... | 56 |
| 3.4.3 Normas de Funcionamiento..... | 63 |
| 4. OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA INICIAL DE ACCIONES (OPVs) | 78 |
| 4.1 Los costes de salir a cotizar a un mercado de valores | 79 |
| 4.1.1 Coste total de salir a cotizar..... | 81 |
| 4.1.2 Coste directo de la Entidad Aseguradora | 82 |
| 4.1.3 El coste indirecto de la infravaloración | 92 |
| 4.2 Ofertas públicas de venta de acciones del mercado Alternext | 106 |
| 4.2.1 Base de datos: Población y muestra de empresas..... | 106 |
| 4.2.2 Estructura de la OPVs y financiación captada..... | 109 |
| 4.2.3 Estructura accionarial de las empresas antes y después de realizar las OPVs | 114 |
| 4.2.4 Los costes de salir a cotizar en Alternext | 116 |
| 4.3 Ofertas públicas de venta inicial de acciones del Mercado Alternativo Bursátil- Empresas en Expansión (MAB-EE) | 119 |
| 4.3.1 Base de datos: Población y muestra de empresas..... | 120 |
| 4.3.2 Estructura de las OPVs y financiación captada..... | 120 |
| 4.3.3 Estructura accionarial de las empresas antes y después de realizar las OPVs. | 125 |
| 4.3.4 Los costes de salir a cotizar en MAB-EE..... | 126 |
| 4.4 Razones dadas por las empresas para salir a cotizar | 129 |
| 4.5 Principales características de las OPVs de Alternext y MAB-EE | 131 |
| 5. LOS EFECTOS SOBRE EL DESARROLLO CORPORATIVO DE LA SALIDA A COTIZAR A UN MERCADO ALTERNATIVO DE VALORES EUROPEO | 138 |
| 5.1 Estructura de las empresas antes de salir a cotizar | 139 |

| | |
|---|-----|
| 5.1.1 Metodología y selección de las muestras | 139 |
| 5.1.2 Mercado Alternext: Estructura de las empresas en el momento de salir a cotizar | 142 |
| 5.1.3 Mercado MAB-EE: Estructura de las empresas en el momento de salir a cotizar | 145 |
| 5.2 Variables determinantes en la captación de financiación en los mercados franco españoles | 149 |
| 5.2.1 Revisión de la literatura..... | 149 |
| 5.2.2 Metodología: Regresión Múltiple (ARM) y ANOVA | 155 |
| 5.2.3 Selección de la muestra y construcción de variables..... | 156 |
| 5.3 Impacto de las OPVs sobre la estructura financiera y empresarial | 162 |
| 5.3.1 Metodología..... | 163 |
| 5.3.2 Alternext: Impacto del mercado sobre la estructura financiera y empresarial | 163 |
| 5.3.3 MAB-EE: Impacto del mercado sobre la estructura financiera y empresarial | 167 |
| 5.3.4 Significancia estadística de los efectos de salir a cotizar | 172 |
| 5.3.4.1 Revisión de la literatura..... | 173 |
| 5.3.4.2 Metodología: Prueba de los rangos con signo de Wilcoxon | 175 |
| 5.3.4.3 Construcción de las variables y selección de muestras..... | 176 |
| 6. CONCLUSIONES | 182 |
| BIBLIOGRAFÍA | 195 |
| ANEXO 1. Bases de datos de los Nuevos Mercados Alternativos de Valores Europeos..... | 210 |
| ANEXO 2. Relación de empresas del mercado AIM Italia- Mercato Alternativo del Capitale | 217 |
| ANEXO 3. Relación de empresas del mercado Alternext | 218 |
| ANEXO 4. Relación de empresas del mercado The Alternative Market | 223 |
| ANEXO 5. Relación de empresas del mercado Entry Standard | 224 |
| ANEXO 6. Relación de empresas del mercado Enterprise Securities Market (ESM) | 227 |
| ANEXO 7. Relación de empresas del mercado First North | 228 |
| ANEXO 8. Relación de empresas del Mercado Alternativo Bursátil - Empresas en Expansión | 231 |
| ANEXO 9. Relación de empresas del mercado New Connect | 232 |
| ANEXO 10. Relación de empresas del mercado Third Market..... | 243 |
| ANEXO 11. Companies and market capitalization by sector “AIM Factsheet-March 2014” | 244 |
| ANEXO 12. Distribution of companies by equity market value “AIM Factsheet-March 2014” | 245 |
| ANEXO 13. Tipos de cambio Euro/Libra | 246 |
| ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoxon | 247 |

| | |
|-------------------------|-----|
| LISTA DE TABLAS | 272 |
| LISTA DE GRÁFICOS | 275 |

1. INTRODUCCIÓN

Las pequeñas y medianas empresas, generalmente, tienen la capacidad de diseñar nuevos productos y la habilidad de organizar una adecuada estructura técnica, humana y de producción, que les permite conseguir para ellos un buen posicionamiento en el mercado.

Sin embargo, estas pequeñas empresas pueden llegar a desaparecer si su estructura financiera no es la adecuada y si tienen dificultades para encontrar nuevos capitales con los que desarrollarse.

Los canales de financiación, a los que estas empresas pueden acudir, son diferentes, siendo uno de ellos el canal de los mercados de valores, en los que estas empresas, para reforzar su estructura de capitales, pueden acercarse a posibles inversores y así conseguir financiación para sus objetivos de crecimiento.

Ahora bien, siendo cierto que las empresas necesitan financiación para realizar sus proyectos, no es menos cierto que, los inversores quieren garantías de que tendrán su dinero cuando lo necesiten, y los mercados de valores deberían tener capacidad para responder a ambas necesidades; por un lado, poder canalizar los excedentes de recursos financieros hacia las empresas en crecimiento y por otro, dar liquidez a los valores que en él se negocien, ya que si no hay liquidez no hay mercado.

La existencia de un segmento de mercado para las pequeñas empresas es esencial en el buen funcionamiento de un mercado de capitales. Mercados líquidos para los valores pequeños permiten a las pequeñas compañías utilizar los mercados públicos de capitales para captar la financiación que necesitan para sus proyectos innovadores. Además, estos mercados líquidos permiten a las sociedades de capital riesgo cosechar el rendimiento de sus esfuerzos y facilitar recursos financieros a otros empresarios que les animen a asumir el riesgo necesario para iniciar empresas productivas, Angel (1997).

Los nombres de “mercados jóvenes”; “mercados para valores en crecimiento”; “mercados de pequeña y mediana capitalización”; “mercados pan-europeos”; “mercados profesionales” son, entre otros, los términos que han sido utilizados en los mercados de valores para identificar aquellos segmentos del mercado, que cada bolsa creaba con la finalidad de facilitar la salida a cotización de las empresas pequeñas y en crecimiento. En general, estos mercados nacieron al lado de los mercados principales.

En el entorno de la Unión Europea, es en los años 80 cuando las principales bolsas crearon estos mercados paralelos destinados para aquellas empresas que, de una forma u otra, no reunían las condiciones exigidas para acceder al primer mercado. En general, todos ellos se caracterizaban por

demandar menores exigencias de registro, menores exigencias posteriores de información y menores costes que los demandados por el mercado principal. Estos mercados evolucionan de forma desigual y en los 90, debido al estancamiento económico, se cierran o se cuestiona su continuidad.

El crecimiento económico de mediados de los 90 impulsa el surgimiento de una nueva generación de mercados paralelos en Europa. En este sentido, Botazzi y Da Rin (2002) escriben que los 90 fueron un periodo de importantes cambios para las Bolsas europeas, definieron una desregulación y se introdujo la moneda única europea el euro. Las bolsas europeas se des-mutualizaron y algunas de ellas fueron públicas; las bolsa de París, Ámsterdam y Bruselas se fusionaron en Euronext y una nueva alianza unió a las bolsas escandinavas; las exigencias de admisión y registro en la mayoría de los mercados cambiaron. Uno de los cambios más significativo fue la creación de nuevos mercados para las pequeñas compañías con un alto potencial de crecimiento en un esfuerzo por replicar el éxito del mercado NASDAQ de EEUU.

Como ejemplo de este tipo de mercados citar el creado por la Bolsa de París, el Nouveau Marché, que comenzó a operar el 14 de febrero de 1996, como una alternativa independiente de mercado de inversión, gobernado con normas operativas y organizativas propias. Este mercado, desde el principio, nace con la filosofía de interconectar sus redes con los principales mercados europeos de pequeñas y medianas empresas. Para llevarlo a cabo, se crea el Grupo Euro N.M. el 1 de marzo de 1996, como un Grupo pan-europeo de mercados regulados y destinados para las empresas en crecimiento, sin tener en cuenta ni el sector ni el país al que pertenezcan.

La filosofía de este grupo es creer que, uniendo la experiencia, los recursos y las redes de los diferentes mercados nacionales se consigue mejor, en un contexto internacional, maximizar la accesibilidad y las oportunidades para todos los participantes del mercado. Este grupo nace con el objetivo de crear una red pan-europea de mercados para empresas en crecimiento.

Este objetivo de constitución de un mercado paneuropeo es el mismo que se recoge en el Plan de Acción de los Servicios Financieros, firmado en el año 1999, y cuyo programa propone todo un conjunto de medidas y normas con el objetivo final de potenciar un mercado financiero único en la Unión Europea. En el marco de ese Plan de Acción de los Servicios Financieros se han aprobado diversas Directivas cuyo resultado ha sido un nuevo marco normativo de los mercados de valores europeos, que también ha sido determinante en la evolución de los mercados destinados a las empresas de reducida capitalización en Europa.

Las bolsas, para facilitar a las medianas y pequeñas empresas cotizadas la atención de los requisitos del nuevo marco normativo de los mercados de valores europeos, crean nuevos modelos de mercados

alternativos con normas operativas y organizativas propias, ajustadas a las características de las pequeñas empresas y en crecimiento.

Por tanto, es un hecho que a los mercados de valores mundiales les preocupan las empresas de pequeña capitalización, por ser estas un revulsivo para las economías. Sus descubrimientos necesitan disponer de forma eficiente de financiación, sin que los esfuerzos regulatorios sean una carga que les impida llevarlos a buen término. Los mercados tratan de facilitarles esa financiación definiendo unas normas ajustadas a las características de estas pequeñas empresas, pero con el nivel de transparencia necesario para atraer a suficientes inversores que fomenten la negociación de los valores.

Dado el papel destacado que el apoyo financiero tiene en el desarrollo del ciclo de vida de las empresas, la diversificación de los canales, a los que las empresas pueden acudir a captar la financiación para su desarrollo y crecimiento, reduce los riesgos que supone la dependencia de una única vía financiera. Este es el caso del tejido empresarial español que depende en un alto porcentaje de la financiación bancaria y que con la reestructuración del sistema financiero, llevada a cabo dada la difícil situación económica de los pasados años, tuvieron problemas para financiarse.

A este respecto, Gran Thornton (2010) escribe que el quebranto del crédito, la crisis financiera y la recesión económica han hecho más difícil a las pequeñas y medianas compañías captar financiación externa. Estas empresas son los conductores genuinos del crecimiento, creando niveles significativos de crecimiento de empleo y fortaleciendo el Producto Interior Bruto. Por consiguiente, proporcionar una plataforma en la que estas compañías puedan captar los recursos que necesitan para continuar con su actividad contribuye al crecimiento y a la creación de empleo.

Lo anteriormente expuesto, refleja la importancia que tiene este trabajo de investigación en el campo de los nuevos mercados de valores ofrecidos a los pequeños y medianos negocios en Europa. La primera pregunta de la investigación es si estas nuevas corrientes de mercados han tenido éxito en atraer y facilitar financiación a las pequeñas empresas y con la segunda cuestión se tratará de descubrir los efectos que sobre el desarrollo corporativo tienen la captación de dinero y la permanencia posterior en el mercado cotizando.

Para obtener una respuesta a la primera pregunta de la investigación, un primer objetivo es evaluar la dimensión de cada uno de los nuevos mercados alternativos, para lo que se identificarán: las empresas que se registran en ellos, las industrias a las que pertenecen y el tamaño de las empresas registradas de acuerdo a su capitalización bursátil. Con este objetivo se obtendrá una aproximación del espectro europeo de mercados alternativos de valores a los que los pequeños negocios han acudido a captar financiación. La importancia de cada uno de estos mercados en el conjunto europeo

dará información del éxito individual que cada uno de ellos ha tenido. Como complemento a lo anterior, se identificarán los principales aspectos de la regulación y de las normas de funcionamiento de estos nuevos modelos de mercados europeos, para conocer si son mercados homogéneos o si por el contrario existen diferencias que hayan podido influir en el registro de un mayor o menor número de empresas. Teniendo en cuenta que, las bolsas principales impulsan la creación de los nuevos mercados alternativos apoyándose sobre la misma Directiva europea se supone que no habrá diferencias significativas en la regulación, normativa y funcionamiento de los nuevos modelos de mercados.

Un segundo objetivo es conocer la financiación que los mercados alternativos de valores europeos facilitan a las empresas el día que acceden a cotizar. Para ello, se estudiarán las características de las Ofertas Públicas de Venta de Acciones (OPVs) realizadas por las compañías cuando acceden al mercado, se evaluará el coste directo de salir a cotizar y también, a través de su comportamiento en el mercado el primer día de negociación, se analizará el coste indirecto de la infravaloración.

Con relación a la segunda pregunta de la investigación, el primer objetivo será identificar la estructura de las empresas el año anterior a su salida al mercado: conocer si son empresas jóvenes o si por el contrario son empresas que ya tienen una trayectoria empresarial, conocer su tamaño, su estructura financiera, su empleo, su rentabilidad. La finalidad para la que se crean estos mercados es la de facilitar financiación a las pequeñas y medianas empresas, por lo que se supone que las empresas, que acceden a ellos, serán empresas jóvenes, pequeñas y con tensiones financieras.

El segundo objetivo de la investigación es conocer las variables empresariales que son determinantes a la hora de captar dinero en un mercado de valores.

En el mercado de las OPVs existe asimetría de información entre los inversores y los emisores que tiene implicaciones sobre los resultados de la operación. Por este conflicto, los inversores pueden: o no acudir a la oferta o, si acuden, exigir un mayor descuento en el precio de venta de las acciones que les compense por el riesgo que asumen.

Esta asimetría informativa es más alta en los negocios jóvenes y pequeños, en los que las necesidades financieras también son mayores, pero que al ser menos conocidos por los inversores, invertir en ellos conlleva más riesgo.

Por lo tanto, el riesgo y la situación del negocio empresarial son variables que se consideran determinantes a la hora de captar recursos en el mercado. La madurez del negocio, por los años de vida que lleve desarrollando la actividad, el tamaño de la compañía, según la dimensión de sus ventas y el dinamismo del negocio, según el crecimiento de las ventas, se espera que influyan sobre la

decisión y exigencias de los inversores y por lo tanto en la captación de dinero en el mercado. El apalancamiento financiero, que en estas empresas suele ser alto, se supone que será otra variable determinante a la hora de captar financiación en el mercado. Las empresas que tengan mayores tensiones financieras intentarán captar más dinero en la OPV con el objetivo de mejorar sus ratios de endeudamiento. La rentabilidad de la empresa, como una señal de cobro de dividendos en el futuro, es otra variable que también pueden considerar los inversores a la hora de invertir en la OPV. La permanencia de los principales accionistas después de realizar la OPV puede ser un indicador para los inversores de confianza en la evolución posterior del negocio. Por ello, esta variable también se considera un factor que puede influir en los resultados de la OPV.

Por último, el tercer objetivo será identificar la estructura del negocio empresarial después de permanecer en el mercado un periodo de tiempo. La captación de recursos en el mercado se supone que impulsará el crecimiento de las principales variables económico financieras. En este sentido, se espera que las empresas consigan ampliar el mercado interno y externo para sus productos, que generen empleo y que mejoren su situación financiera. En definitiva, las expectativas son que la presencia en un mercado de valores alternativo impulse el crecimiento corporativo. Además, se comprobará si la evolución experimentada en la estructura de los negocios es estadísticamente significativa a través de la prueba de rangos con signo de Wilcoxon.

En relación a la metodología seguida en la investigación, el campo de trabajo alcanza a diez mercados y los datos se obtienen de las estadísticas publicadas por los mercados y de los documentos publicados por las compañías. En este sentido, para comprobar el éxito de los mercados en atraer compañías se utilizan las estadísticas que publican en la web los propios mercados. La información alcanza a 2.108 empresas que estaban cotizando a finales de marzo de 2014. En cuanto a la financiación obtenida por las empresas en estos mercados se analizan las OPVs realizadas en dos de estos mercados. La muestra alcanza a 81 OPVs y los datos se extraen de la documentación relativa a las Ofertas Públicas de Venta de Acciones que figura en la web del mercado y en la web de las empresas. En estos documentos se obtiene la información sobre: la oferta y demanda de acciones, los tramos de los inversores a los que se destina la oferta, los precios, la adjudicación final de las acciones, los recursos captados en la operación, los costes, la estructura accionarial de la compañía de antes y después de la operación y las razones dadas por las empresas por las que deciden salir a cotizar. Para comprobar los factores que son determinantes en la captación de dinero en estas OPVs se extrae la información de las cuentas anuales auditadas incluidas en el documento de admisión.

Por último, para comprobar los efectos sobre el desarrollo corporativo, que tiene la captación de dinero en la OPV y la permanencia posterior en el mercado cotizando, se utiliza una muestra de 74

empresas. El periodo de análisis alcanza a seis años y las variables de estudio son: ventas, exportaciones, activo desglosado en material e inmaterial, recursos propios, deuda desglosada en a corto plazo y a largo plazo, beneficio antes de intereses e impuestos y empleo. Las fuentes de las que se obtienen los datos son las cuentas anuales auditadas de las empresas que figuran en la web del mercado y en la propia web empresarial.

Los mercados de valores, como alternativa de financiación de los negocios más pequeños, han sido el campo de análisis de numerosos estudios de investigación. Sin embargo, como se observa en la amplia bibliografía, que se detalla y que ha sido analizada en este trabajo, la literatura sobre la valoración de las Ofertas Públicas de Venta de Acciones (OPVs) ha estado ampliamente dominada por estudios de las ofertas realizadas en los mercados de los EEUU. Los estudios analizados sobre los mercados de valores europeos corresponden a las OPVs realizadas en las bolsas principales europeas en los años 90 y en los mercados abiertos para las pequeñas empresas en esa década, los Euro NMs.

Este estudio se centra en un nuevo modelo de mercado de valores europeo y sus resultados se suman a los encontrados por los anteriores estudios y extienden el conocimiento de los mercados de valores europeos. La aportación de este estudio radica en que estamos en un entorno normativo diferente. Los estudios anteriores de los mercados de valores europeos se centran en mercados regulados frente a los nuevos mercados alternativos de valores, que son sistemas multilaterales de negociación, que las bolsas promueven, como un nuevo canal de financiación para las pequeñas y medianas empresas. Estos sistemas multilaterales de negociación nacen en la mitad de la década 2000 impulsados por una nueva regulación la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 (acrónimo en inglés MIFID). Además, en este estudio los valores de partida son los del balance de las compañías de dos años antes de salir al mercado a cotizar y para ver su evolución se consideran cuatro años después de permanencia en el mercado. Los estudios anteriores consideran, como valor base, el publicado por las empresas en el folleto que registran el año de la OPV y dos años después de cotizar.

En cuanto a la estructura que se sigue en la investigación, en la sección 2 se profundiza en la evolución de los mercados de valores europeos destinados para las pequeñas y medianas empresas; en la sección 3 es donde se analizan los nuevos mercados alternativos de valores europeos, creados por las bolsas europeas sobre la base de la Directiva MIFID, comprobando la evolución del registro de empresas, las características de estas empresas y las normas que definen a estos nuevos mercados; en la sección 4 se estudian las características y el resultado de las ofertas públicas de venta de acciones; en la sección 5 se investiga el impacto que tienen, sobre la estructura financiera y

empresarial, la captación de dinero en las OPVs y la permanencia posterior cotizando en el mercado y en la sección 6 se describen los resultados de la investigación.

2. EVOLUCIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES EUROPEOS DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS

Un mercado de valores fuerte es esencial para la vitalidad a corto y a largo de una economía. El mercado de valores permite a las compañías innovadoras captar la financiación que necesitan para poner en marcha sus descubrimientos. A cambio, esas inversiones impulsan el crecimiento económico, crean nuevas industrias y renuevan y fortalecen continuamente a la economía.

Ahora bien, una cuestión fundamental para el desarrollo de un mercado de valores fuerte es que facilite el acceso a la financiación a los negocios más pequeños. Esas pequeñas compañías se volverán blue chips en el futuro y contribuirán al desarrollo de las bolsas y del sector financiero en su conjunto, Angel (1997)¹. A este respecto las normas que definen los mercados de valores son las que condicionarán la posibilidad o no de que una empresa pequeña pueda captar financiación en ellos. Esas normas son de dos categorías: barreras al registro y estándares de difusión de información, juntas ayudan a distinguir diferentes formas de mercado de valores e influyen en la evolución y en el desarrollo de cada modelo de mercado².

En Europa, históricamente las normas de los mercados de valores han limitado el acceso de las pequeñas compañías. La compañía típica que se registra en Europa es grande, consolidada y actúa en sectores maduros³. Hasta los primeros años 90, los cambios en las disposiciones financieras fueron

¹ Angel (1997) investiga la forma de mejorar la liquidez de los mercados de pequeñas compañías y concluye que: es posible mejorar la liquidez con un mercado transparente que preserve los incentivos de los brokers y dealers por generar el flujo de órdenes y utilice normas secundarias de prioridad en la adjudicación de las órdenes distintas al tiempo. También encuentra que es importante para la liquidez del valor el tamaño del cambio del precio “tick”.

² Históricamente, el mercado de OPVs de Europa continental ha estado empequeñecido por el mercado de OPVs de US. Sin embargo a finales de los años 90 cambia la tendencia y el volumen de OPVs de Europa excedió por primera vez al volumen de OPVs realizado en US. La introducción del euro a finales de los 90, el incremento de la oferta europea de sociedades de capital riesgo, la creación de varios mercados de valores destinados para las empresas jóvenes e innovadoras, los Euro NMs, y el incremento del mecanismo “book building”, como procedimiento para valorar la OPV y hacer la entrega de las acciones en los mercados europeos, son algunas de las razones señaladas en la literatura para explicar este cambio de tendencia del mercado de OPVs de Europa y de EEUU, Botazzi y Da Rin(2002), Ritter (2003).

³ Pagano, Panetta y Zingales (1998) informan que la edad media de las empresas que salen a cotizar por primera vez a la Bolsa de Milán de Italia es de 33 años, Alvarez y Gonzalez (2005) informan la edad media de 32 años de las OPVs realizadas en las Bolsas españolas y Rydqvist y Hogholm (1995) informan que el valor medio europeo de la edad es de 40 años. La edad europea es mucho más alta al valor medio de 5 años de las empresas de US Gompers (1996) o de 12 años informado por Ritter (1991). En cuanto al tamaño Botazzi y Da Rin (2002) documentan que el tamaño medio de las empresas registradas en los mercados principales de Francia, Alemania e Italia es 10 veces mayor al tamaño de los mercados abiertos en los 90 para las pequeñas compañías, Nouveau Marche, Neuer Markt y Nuovo Mercato.

proteccionistas. Las bolsas nacionales temían a los modelos más lucrativos de financiación de las pequeñas compañías y se oponían a adoptar en Europa los principios del mercado Nasdaq de US.

En los años 80, la Bolsa de Londres fue la primera en crear en 1980 un mercado para las empresas más pequeñas, el “Unlisted Securities Market (USM). Este mercado tuvo gran éxito en la década de los 80 pero la subida de tipos y el estancamiento económico en los años 90, con un fuerte efecto sobre las pequeñas compañías, motiva su cierre en 1993. Evolución similar siguen los mercados abiertos por el resto de las bolsas europeas entre ellas: La Bolsa de Ámsterdam crea el Parallellmarkt en 1982 y se cierra en 1993; la Bolsa de París crea el Segundo Mercado en 1983 y se cuestionó su continuidad en 1990 aunque no se cerró o el Segundo Mercado por parte de las Bolsas españolas. El cierre de estos mercados paralelos en Europa provocó el que las empresas europeas dirigieran sus salidas a bolsa al NASDAQ de los Estados Unidos. Al cierre de 1998 había 150 compañías europeas registradas en el NASDAQ, Federation of European Stock Exchanges (1999).

El éxito de estos mercados fue corto, atraen a pocas compañías y a pocos inversores, y al final todos tuvieron problemas de liquidez. Entre las razones dadas por la literatura para explicar el fracaso de estos mercados están: que no son mercados independientes sino mercados incubadoras o de segunda fila creados al lado del mercado principal, que su reputación es la de un mercado en el que solo se negocian empresas de baja calidad y los escándalos sufridos por alguno de estos mercados que dañaron aún más su imagen.

Para resolver el problema de la falta de financiación de los pequeños negocios europeos, la Comisión de la Unión Europea impulsa la creación de la European Private Equity and Venture Capital Association-EVCA. Esta asociación se crea en 1983 y con ella, la Unión pretende desarrollar y mantener una industria de capital riesgo en Europa, que opere a escala internacional más que a escala nacional, y que sea un medio para suministrar financiación propia a la innovación y a los negocios de las pequeñas y medianas empresas.

Desde su nacimiento, EVCA coordinó debates sobre la conveniencia de crear un mercado especializado para las pequeñas compañías, organizado sobre una base europea, e independiente de las bolsas nacionales. Las pequeñas compañías de tecnología europeas tenían que ir al Nasdaq de los EEUU a captar financiación y con el nuevo mercado se pretendía cubrir esa falta de financiación en Europa. La Comisión Europea, que también buscaba promover la creación de un mercado europeo de servicios financieros más integrado, respalda esa iniciativa. A este respecto, se aprueban una serie de normas europeas como la Directiva de Inversión, que fue aprobada en 1993, y que hizo posible que una bolsa establecida en un país europeo pudiera operar sobre una base pan-europea. Un año más

tarde en 1994, la Unión acuerda la creación del mercado Easdaq con base en Bruselas aunque no iniciaría sus operaciones hasta 1996 cuando la Directiva de Servicios de Inversión fue efectiva.

Por su parte, la Bolsa de Londres, para dar respuesta a las demandas del sector tras el cierre del USM, crea en 1995 un nuevo mercado el Alternative Investment Market (AIM) destinado a empresas no cualificadas para acceder a su mercado principal, la Official List. Este mercado tenía identidad propia, se gestionaba y operaba separadamente de la Official List y tenía también su propia regulación adaptada a las necesidades de las pequeñas compañías y pensado también para responder a la mayoría de los sectores.

Otra circunstancia que se produce a mediados de los 90 y que cambia el escenario de los mercados de valores mundiales fue la salida a cotizar al Nasdaq de la compañía Nestcape. Con su salida se inicia el boom de las dot.com. Esta empresa sale a cotizar a 28\$ y al cierre alcanza los 71\$, Arcot, Black y Owen (2007). Tras esta salida múltiples empresas relacionadas con Internet y sin años de negocio salen a los mercados a un precio sin relación con sus beneficios futuros. Tras la creación del mercado pan-europeo Easdaq y de la salida a cotizar de Nestcape, el resto de las bolsas europeas abren sus propios mercados⁴ para las dot.com: en 1996 la Bolsa de París lanza el Nouveau Marché ; en 1997 la Bolsa de Frankfurt abre el Neuer Markt, la Bolsa de Ámsterdam abre el Nieuwe Mark y la Bolsa de Bruselas abre el Euro N.M.; en 1999 la Bolsa Italiana abre el Nuovo Mercato, la Bolsa suiza el Swiss New Market y la Bolsa de Londres el TechMark⁵. Por su parte Bolsas y Mercados españoles en el año 2000 abre el Nuevo Mercado.

Una diferencia importante entre el mercado AIM de la Bolsa de Londres y los nuevos mercados abiertos en la Europa continental fue que estos últimos no fueron independientes de los mercados principales. Los nuevos mercados europeos fueron creados como segmentos de negociación al lado de los mercados principales, Botazzi y Da Rin (2000)⁶.

La evolución de estos mercados fue desigual, en abril de 1997, los nuevos mercados de Amsterdam, Bruselas, Frankfurt y París crean la alianza denominada EuroNM, en un esfuerzo por crear un

⁴ Posner (2004) señala que nadie conocía con certeza si el Easdaq tendría éxito, pero para protegerse del posible riesgo de migración de la actividad financiera hacia el mercado pan-europeo, la mayoría de las bolsas nacionales crearon sus propias copias del Nasdaq a nivel nacional para competir con Easdaq.

⁵ Arcot, Black y Owen (2007) escriben que aunque en el AIM existían valores de Internet altamente valorados su proporción respecto a su población total de empresas era menor comparada con la de Easdaq y la del Neuer Markt, razón por la que se pensó que el AIM estaba perdiendo importancia en este sector y que impulsó a la Bolsa de Londres a lanzar el nuevo mercado TechMark. A Londres también le preocupaba su posición competitiva respecto a Europa.

⁶ Al principio los nuevos Euro.NMs tuvieron un cierto éxito de manera que la segunda mitad de los años 90 fue la de mayor realización de OPVs en la historia europea. La mayoría de las OPVs se realizaron en los sectores de la nueva economía de telecomunicaciones, internet y software, y otros sectores de alta tecnología, Goergen, Khurshed y Renneboog (2006); Goergen, Khurshed, McCahery y Renneboog(2003).

mercado pan-europeo que permita a los miembros de cada bolsa negociar los pequeños valores registrados en las otras bolsas. Esta alianza se extendió en 1999 al Nuevo Mercato y finalmente se disolvió al final del 2000 debido a las dificultades para armonizar cinco regulaciones y para coordinar a cinco reguladores, a los altos costes de las transacciones internacionales y a cambios en la estructura de la participación de las bolsas en la Alianza.

Tras su disolución el mercado belga, el holandés y el francés se unieron y crearon Euronext, el Easdaq atrajo pocas empresas y en 2001 se fusionó en Nasdaq pasando a llamarse Nasdaq Europe, mientras que el alemán Neuer Markt tras una serie de problemas en el año 2003 fue absorbido por Deutsche Borse. El mercado suizo “Swiss New Market” se centró en el sector de Tecnología Médica y Biotecnología y el del mercado español el Nuevo Mercado se focalizó en las compañías relativas a Internet, Botazzi y Da Rin (2002).

Por su parte, la Unión Europea continúa trabajando en el objetivo final de potenciar un mercado financiero europeo único. Para ello, a finales de la década de los años 90 en concreto en el año 1999, se firma el Plan de Acción de los Servicios Financieros cuyo objetivo es la constitución de un mercado paneuropeo y cuyo programa propone un conjunto de medidas y normas para alcanzar este objetivo.

A este respecto, en el marco del mencionado Plan de Acción de los Servicios Financieros la Unión Europea aprobó diversas Directivas que introducen nuevas obligaciones de elaboración y publicación de información para las empresas cotizadas en los mercados regulados y sistemas organizados de contratación. Entre estas normas la directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, introduce estándares de información paneuropeos comunes en las emisiones de títulos, la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado (Abuso de Mercado) constituye un intento de proporcionar un marco normativo común y completo a nivel europeo que refuerce la confianza de los inversores en los mercados de valores, las exigencias sobre Gobierno Corporativo, la adopción de las Normas Internacionales de Información Financieras (NIIF) que permiten a los inversores realizar comparaciones homogéneas al margen de la nacionalidad de la compañía, Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo del 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición (OPAs) y la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros (su

acrónimo en inglés MIFID)⁷ que cambia la estructura de los mercados de valores y fomenta en ellos la competencia.

Este nuevo marco normativo de los mercados de valores europeos, no cabe duda que, también ha sido otro de los condicionantes de la evolución de los mercados destinados a las empresas de reducida capitalización. A este respecto, dentro del nuevo marco regulatorio de los mercados de valores europeos, que surge con la transposición a las normativas nacionales de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros, las bolsas principales promueven la creación de unos nuevos modelos de mercados alternativos con normas operativas y organizativas propias, ajustadas a las características de las pequeñas empresas y en crecimiento.

En primer lugar, la Bolsa de Londres cambió el régimen jurídico del Alternative Investment Market- AIM. Este mercado, que había sido creado por la Bolsa en 1995 como un mercado regulado, el 12 de diciembre de 2004 pasó de ser un mercado regulado a ser un mercado regulado por la Bolsa⁸. En el año 2002, el AIM se abre a los valores internacionales y la Bolsa lo define como el mercado internacional organizado y regulado por la Bolsa de Londres, cuyo objetivo es organizar la admisión a negociación de empresas jóvenes y en crecimiento, de diferentes sectores y países del mundo y establecer las obligaciones posteriores de información para permanecer en él.

En el 2005, Euronext⁹ lanza el mercado Alternext como un mercado organizado y regulado por el propio Euronext. Este mercado se inició el 17 de mayo de 2005 y tiene como objetivo organizar la

⁷ La Directiva 2004/39/CE y sus posteriores modificaciones (Directivas: 2006/31/CE, 2007/44/CE, 2008/10/CE y 2010/78/UE), se han refundido en la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican las Directivas 2002/92/CE y 2011/61/UE [DO L 173 de 12.6.2014, p.349]. Asimismo, la Directiva 2004/39/CE se ha sustituido parcialmente por el Reglamento (UE) n° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n° 648/2012 [DO L 173 de 12.6.2014, p.84].

La MiFID II, que es la refundición parcial de la anterior MiFID y de sus posteriores modificaciones, y el Reglamento (UE) n° 600/2014 formarán, desde su entrada en vigor, el marco legislativo regulador de los requisitos aplicables a las empresas de inversión, los mercados regulados, los proveedores de servicios de suministro de datos y las empresas de terceros países que presten servicios o realicen actividades de inversión en la Unión.

⁸ La peculiaridad de estos nuevos mercados es que no son mercados regulados en el sentido definido en la Directiva sino Sistemas Multilaterales de Negociación-SMN. Directiva MIFID (Título III-art. 4.14 y art. 47), no son mercados autorizados por la autoridad competente del estado miembro al que pertenezcan, ni tampoco figuran en la lista de mercados regulados publicada por la Comisión Europea, en el Diario Oficial de la Unión Europea y en el sitio de Internet de la propia Comisión.

⁹ En el año 2000 se disuelve la alianza Euro NM y las Bolsas de París, Ámsterdam y Bruselas se fusionan y crean Euronext. En el 2002 la Bolsa de Lisboa se une a Euronext y en el 2007, la NYSE se fusiona con Euronext y crean Nyse Euronext Group, un grupo con intereses en Estados Unidos y en el centro de Europa. Un año más tarde, en el 2008, el mercado Amex de US se une a Nyse Euronext Group. A finales de 2013, el campo de actuación de NYSE Euronext alcanzaba a los países de Bélgica, Francia, Países Bajos, Portugal, Reino Unido y USA, FESE (2014).

admisión a negociación de acciones y obligaciones de pequeñas y medianas empresas de la Eurozona y establecer las obligaciones posteriores de información para permanecer en él. El área geográfica operativa de este mercado alcanza a los mercados de valores de Francia, Holanda, Bélgica y Portugal.

Ese mismo año, la Bolsa de Frankfurt¹⁰ crea el mercado Entry Standard para las pequeñas y medianas empresas, la propia Bolsa en su normativa señala que es un camino sencillo, rápido y con un coste eficiente para que una pequeña o mediana empresa pueda acceder a negociar en un mercado.

También en el 2005, la Bolsa de Irlanda pone en marcha el Enterprise Securities Market- ESM y Nasdaq OMX Group¹¹ crea el First North Nordic. Ambos mercados destinados para los valores más pequeños. El área geográfica operativa del mercado nórdico alcanza a los mercados de valores de Suecia, Dinamarca, Finlandia e Islandia y está gestionado por the Stockholm Stock Exchange Ltd. (First North Sweden and First North Finland), the Copenhagen Stock Exchange Ltd. (First North Denmark), and the Iceland Stock Exchange Ltd. (First North Iceland).

El Mercado Alternativo Bursátil- MAB es un nuevo sistema de contratación, liquidación, compensación y registro de operaciones creado por Bolsas y Mercados Españoles con fecha 21 de febrero de 2006 cuyo objetivo es dar respuesta a las necesidades de valores que exigen un tratamiento singularizado. El mercado inició su andadura con la cotización de las acciones de las Sociedades de Inversión de Capital Variables-SICAV y con fecha 18 de mayo de 2008 se aprobó la normativa reguladora del nuevo segmento el Mercado Alternativo Bursátil para Empresas en Expansión, MAB-EE, diseñado específicamente para empresas de reducida capitalización que buscan expandirse.

En el año 2007 nacen otros dos mercados destinados para los negocios más pequeños. Por un lado la Bolsa de Varsovia abre el mercado New Connect y Borsa Italiana crea el Mercato Alternativo de Capitale- MAC. Este mismo año se fusionan la Bolsa de Londres y Borsa Italiana cuyo resultado fue el nacimiento de London Stock Exchange Group. Tras esta fusión Borsa Italiana crea en el año 2008 el mercado AIM Italia. Este mercado se basa en el modelo de mercado del AIM de la Bolsa de Londres y también se destina a las pequeñas y medianas empresas italianas con un fuerte potencial de crecimiento. Posteriormente con fecha 1 de marzo de 2012 AIM Italia se fusiona con MAC y nace AIM Italia-MAC.

¹⁰ A finales de 2013, la bolsa alemana gestionaba directa o indirectamente mercados en Austria, Bulgaria, Republica de Checoslovaquia, Alemania, Hungría, Irlanda, Eslovenia, Suiza y USA, FESE (2014).

¹¹ OMX engloba las bolsas europeas de Dinamarca, Estonia, Finlandia, Islandia, Letonia, Lituania, Noruega, Suecia, FESE (2014) y en el 2008 se fusiona con Nasdaq constituyéndose Nasdaq OMX Group. Con ello la bolsa americana de EEUU se posiciona en los mercados de valores del norte y este de Europa. Además Nasdaq tiene intereses en el Reino Unido e Irlanda, entre otros Nasdaq OMX Europe, y en el 2008 firma una alianza con Borse Dubai, bolsa internacional que sirve la región entre el oeste de Europa y el este de Asia.

Por último, con fecha 21 de febrero de 2008 la Bolsa de Atenas lanza el Alternative Market- EN.A como un mercado diseñado para las pequeñas y medianas empresas de todos los sectores y de rápido crecimiento.

Todos estos nuevos mercados son independientes del mercado principal, excepto el alemán Entry Standard que se configura como un segmento de mercado.

Esta proliferación de mercados para pequeñas empresas ha sido cuestionada por EVCA. Esta institución cree que, más que empezar nuevas bolsas, los esfuerzos deberían centrarse en colaborar entre las bolsas existentes para crear una plataforma pan-europea de negociación de las acciones de empresas más pequeñas con una masa crítica y con liquidez adecuada para las pequeñas compañías. Las principales bolsas europeas tienen una liquidez adecuada en los mercados de capitales de las empresas grandes pero les falta la masa crítica y el enfoque de mercado necesario para ser efectivas en el suministro de capital a las pequeñas empresas. Esta fragmentación de mercados tiene un impacto negativo tanto en la valoración de las OPVs de las pequeñas compañías como en su liquidez posterior en el mercado, EVCA (2005).

La exposición realizada en este capítulo ha dibujado la dinámica de creación de mercados europeos destinados para las empresas medianas y pequeñas que concluye con la creación de los mercados alternativos de valores europeos. En el siguiente capítulo se analiza el éxito obtenido por estas nuevas fórmulas de mercado en atraer empresas a captar financiación en ellos que es la finalidad para la que son creados.

3. LOS NUEVOS MERCADOS ALTERNATIVOS DE VALORES EUROPEOS

Los mercados alternativos de valores creados por las bolsas en Europa, al amparo de la Directiva MIFID¹², son nuevas facilidades multilaterales de negociación diseñadas para atender las necesidades de las pequeñas y medianas compañías, con exigencias de registro más fáciles pero con un nivel de transparencia que satisfaga las demandas de los inversores.

Uno de los objetivos de esta investigación es comprobar si estos nuevos mercados alternativos de valores han tenido éxito en conseguir la finalidad para la que fueron creados. En concreto, en este capítulo se comprobará la evolución del registro de empresas, las industrias a las que pertenecen, la nacionalidad y el tamaño de las compañías según la valoración que les asigna el propio mercado. Además, una vez conocido el volumen de registros de cada mercado y su valor de mercado conoceremos la dimensión relativa de cada mercado dentro del espectro europeo de mercados a los que las pequeñas empresas acudieron a captar financiación.

Para ello, en primer lugar, se comparará el Alternative Investment Market (AIM) de la Bolsa de Londres con el conjunto del resto de mercados europeos seleccionados para realizar este estudio. El mercado inglés es el mercado más antiguo y establecido de este tipo de mercados alternativos. Como ya se señaló en el capítulo anterior, este mercado nace en 1995 como un mercado regulado¹³ y en el año 2004, tras la trasposición de la Directiva MIFID a las normas del Reino Unido, cambia su régimen jurídico y se convierte en un sistema multilateral de negociación (SMN) al que le aplica la normativa definida por la Bolsa de Londres. Dada la dimensión del mercado inglés en comparación con el resto de los mercados es por lo que se opta por dividir el análisis en dos partes.

En segundo lugar, se estudia el desarrollo de otros mercados alternativos de valores nacidos en Europa a imagen del AIM. Estos mercados son: el mercado italiano AIM Italia-Mercato Alternativo del Capitale (MAC), el francés Alternext, el griego Alternative Market (EN.A), el alemán Entry Standard, el irlandés Enterprise Securities Market (ESM), el nórdico First North, el español Mercado Alternativo Bursátil- Empresas en Expansión (MAB-EE), el polaco New Connect y por último el austriaco Third Market. Todos estos mercados a los efectos de compararlos como un todo con el mercado AIM se identifican en el análisis bajo el término de “Resto Mercados”.

¹² Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros.

¹³ Directiva MIFID (Título I art. 4.14 y Título III art. 47), mercado autorizado por la autoridad competente del estado miembro al que pertenezca y que figura en la lista de mercados regulados publicada por la Comisión Europea, en el Diario Oficial de la Unión Europea y en el sitio de Internet de la propia Comisión

Por último, se exponen los principales aspectos de la regulación y de las normas de funcionamiento de estos nuevos modelos de mercados europeos que permiten comprobar si son mercados homogéneos o si por el contrario existe alguna diferencia normativa que pueda influir en el registro de un mayor o menor número de empresas en cada uno de ellos.

3.1 Metodología-Construcción manual de las bases de datos

La base de datos se elabora manualmente con la información publicada en la web de cada mercado. Esta base contiene información de 2.108 compañías que el 31 de marzo de 2014 figuraban registradas y negociando en cada uno de mercados analizados.

Los criterios seguidos en la construcción de la base de datos son los siguientes: las empresas de cada mercado y la capitalización bursátil son las que figuran en el informe trimestral de marzo 2014 elaborado por el propio mercado o en las estadísticas publicadas al efecto por cada mercado. La clasificación industrial que se utiliza es “Industry Classification Benchmark- ICB”¹⁴ por lo que la información industrial de aquellos mercados que no utilizan este sistema de clasificación se adapta a la clasificación “ICB”. Los datos se expresan en “Euros”. En el mercado polaco New Connect se negocia la divisa “Zolty”, pero el informe trimestral de marzo 2014 publicado por el propio mercado ya facilita la información valorada en “Euros”. En los mercados nórdicos englobados en First North se negocia la “Corona” de cada uno de los mercados pero, al igual que en el caso polaco, el informe trimestral de marzo 2014 facilita la información en “Euros”. En cuanto al mercado inglés AIM, la divisa que se cruza es la “Libra” y el tipo de cambio utilizado para la conversión de la “Libra” al “Euro” es el publicado en el informe “Banco de España (2014) Cambios Oficiales del Euro del Banco Central Europeo”.

En cuanto al protocolo que se sigue en la búsqueda de datos: en primer lugar se trata de localizar la información en la web del mercado y si no figura la información en la web del mercado se busca en la web de las empresas. Esta web empresarial contiene un apartado específico con los documentos que las empresas tienen que publicar para atender los requisitos de información del mercado, entre ellos, los documentos iniciales que tienen que publicar para acceder a cotizar, las cuentas anuales auditadas, la información relativa a las Ofertas Públicas de Ventas de Acciones (OPVs) que realicen,

¹⁴ Industry Classification Benchmark (ICB) es un sistema desarrollado por Dow Jones y FTSE que agrupa a las Empresas cuyas fuentes de ingresos son similares y diferencia 10 industrias, 19 supersectores, 41 sectores y 114 subsectores. Esta clasificación fue lanzada en enero 2005 por el Grupo FTSE y Dow Jones Indexes y es la clasificación sectorial utilizada en el mercado el Alternative Investment Market de la Bolsa de Londres y en el Alternext de NyseEuronext.

y otros comunicados. En los casos en los que la información no se localiza ni en la web del mercado ni tampoco en la web de las empresas se contacta, a través de correo electrónico, directamente con el mercado.

En este estudio solo se consideran las acciones negociadas y no otros instrumentos financieros como warrants, obligaciones convertibles, etc.

La distribución de las 2.108 compañías entre cada mercado se señala a continuación:

| Mercado | Promotor del Mercado | Nº de compañías negociando en el mercado al 31-3-2014 |
|--|-----------------------------|--|
| Alternative Investment Market (AIM) | Bolsa de Londres | 1.094 |
| AIM Italia-Mercato Alternativo del Capitale (MAC) | Borsa Italiana | 41 |
| Alternext ¹⁵ | Nyse Euronext | 184 |
| The Alternative Market (EN.A) | Bolsa de Atenas | 14 |
| Entry Standard | Deutsche Börse | 122 |
| Enterprise Securities Market (ESM) | Irish Stock Exchange | 26 |
| First North ¹⁶ | Nasdaq OMX Group | 139 |
| Mercado Alternativo Bursátil- Empresas en Expansión (MAB-EE) | Bolsas y Mercados Españoles | 21 |
| New Connect | Bolsa de Varsovia | 441 |
| Third Market | Wiener Börse AG. | 26 |
| | Total | 2.108 |

¹⁵ Alternext : su área geográfica operativa alcanza a los mercados de valores de Francia, Holanda, Bélgica y Portugal.

¹⁶ First North: su área geográfica operativa alcanza a los mercados de valores de Suecia, Dinamarca, Finlandia e Islandia

En el anexo 1 se adjunta un mayor detalle de construcción de la base de datos de cada uno de los mercados y en los anexos 2 al 13 se adjunta la relación de empresas que estaban cotizando a finales de marzo de 2014 en cada uno de los mercados seleccionados y los tipos de cambio frente al Euro publicada por el Banco de España.

3.2 El mercado “Alternative Investment Market- AIM”

El AIM fue el único mercado destinado para las pequeñas compañías que permaneció en Europa después del colapso de mercado de las dot-com en los años 2000-2001. Este mercado tiene 10 años de vida cuando el resto de las bolsas continentales deciden tomar su posición en el mercado de pequeña y mediana capitalización. Este hecho ha permitido que el mercado inglés se coloque en una situación ventajosa respecto al resto de sus competidores europeos.

Para Sridhar, Black y Owen (2007) el AIM se ha establecido como el mercado de valores líder a nivel mundial para compañías jóvenes y en crecimiento aunque reconocen que la competencia de otras bolsas está creciendo. Por su parte Grant Thornton (2010) informa que, desde su creación en 1995 y hasta finales de 2009, el AIM había facilitado el crecimiento de 3100 compañías permitiéndoles captar sobre 68 billones de capital en ofertas iniciales o en otras operaciones de captación de capital.

En el análisis que se realiza a continuación se compara la situación al 31 de marzo de 2014 del mercado inglés el “AIM” con la situación del conjunto del resto de los mercados analizados, identificándose esta área global con el término “Resto Mercados”. En este término se engloban: el mercado francés Alternext, el griego The Alternative Market-ENA, el alemán Entry Standard, el irlandés Enterprise Securities Market (ESM), el nórdico First North, el español Mercado Alternativo Bursátil- Empresas en Expansión (MAB-EE), el italiano Mercato Alternativo del Capitale (MAC), el polaco New Connect de Polonia, y el austriaco Third Market.

Como se observa en la Tabla 1, las 2.108 empresas, que estaban negociando a finales de marzo de 2014 en los diez mercados, más de la mitad 1.094, el 52% de la población total, estaban presentes en el “AIM” de la Bolsa de Londres y las 1.014 restantes, el 48% de la población, se negociaban en el resto. Además, en estos últimos el 87% de las empresas se reparte entre cuatro mercados: el polaco New Connect (43%); el francés Alternext (18%); el nórdico First North (14%) y el alemán Entry Standard (12%). En cuanto a la dimensión internacional de estas plazas de valores, en el Alternative Investment Market supone el 21% de las empresas registradas, mientras que, en el conjunto del resto de los mercados el componente internacional supone el 6%.

Mercados de Valores para Empresas de Pequeña y Mediana Capitalización: Un Nuevo Modelo Alternativo de Mercado de Valores en Europa

TABLA 1. Mercados Alternativos de Valores Europeos para Medianas y Pequeñas Empresas

| Nombre del Mercado | Bolsa que lo promueve | Fª de creación | Tipo de Mercado | Compañías registradas al 31-03-2014 | | | | %Tot.1 | %Tot. 2 |
|---|-----------------------|----------------|-----------------|-------------------------------------|--------------------|--------------|--|--------|-------------|
| | | | | Nacionales | Intenacionales (1) | Total | | | |
| AIM Italia-Mercato Alternativo del Capitale | Borsa Italiana | sep-07 | MTF | 37 | 4 | 41 | | 4% | |
| Alternext (2) | Nyse Euronext | abr-05 | MTF | 175 | 9 | 184 | | 18% | |
| The Alternative Market-ENA | Bolsa de Atenas | feb-08 | MTF | 14 | 0 | 14 | | 1% | |
| Entry Standard | Deutsche Börse | oct-05 | MTF | 100 | 22 | 122 | | 12% | |
| Enterprise Securities Market-ESM | Bolsa de Irlanda | abr-05 | MTF | 22 | 4 | 26 | | 3% | |
| First North(3) | Nasdaq OMX | dic-05 | MTF | 135 | 4 | 139 | | 14% | |
| Mercato Alternativo Bursátil-Empresas en Expansión (MAB-EE) | Bolsas y Mercados | ene-08 | MTF | 20 | 1 | 21 | | 2% | |
| NewConnect | Bolsa de Warsovia | ago-07 | MTF | 431 | 10 | 441 | | 43% | |
| Third Market(4) | Bolsa de Viena | ene-02 | MTF | 17 | 9 | 26 | | 3% | |
| Total 1 | | | | 951 | 63 | 1.014 | | | 48% |
| Alternative Investment Market | Bolsa de Londres | jun-05 | MTF | 866 | 228 | 1.094 | | | 52% |
| Total 2 | | | | 1.817 | 291 | 2.108 | | | 100% |
| Presencia Internacional | | | | | | | | | |
| Resto Mercados | | | | 94% | 6% | 100% | | | |
| AIM | | | | 79% | 21% | 100% | | | |

Elaboración Propia

Fuente: Federation of European Securities Exchanges-FESE(2008);

[www.borsaitaliana.it/analysis and statistics/historical statistics/capitalisation/march 2014/shares capitalisation-March 2014](http://www.borsaitaliana.it/analysis%20and%20statistics/historical%20statistics/capitalisation/march%202014/shares%20capitalisation-March%202014)

[www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly statistics/cash market-monthly statistics](http://www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly%20statistics/cash%20market-monthly%20statistics) 31 mar 2014;

www.athex.gr/ENA/companies; [www.deutsche boerse.com/listing/statistics/primary market statistics/new companies in open market](http://www.deutsche-boerse.com/listing/statistics/primary%20market%20statistics/new%20companies%20in%20open%20market)

[www.ise.ie/market data/publications &statistics/monthly/ISE monthly reports](http://www.ise.ie/market%20data/publications%20&statistics/monthly/ISE%20monthly%20reports) 2014; www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/statistics;

[www.bolsasymercados.es/mab/empresas cotizadas/lista de empresas](http://www.bolsasymercados.es/mab/empresas%20cotizadas/lista%20de%20empresas); www.newconnect.pl/statistics;

www.en.wienerborse.at/investors/companies; www.londonstockexchange.com/statistics/historic/aim/mar-14

(1) Empresas internacionales:

* Aim Italia-Mercato Alternativo de Capitale: Francia (1); Grecia (1); Luxemburgo (2)

* Alternext: Canadá (1); España (2); Reino Unido (3); Italia (1); Luxemburgo (2)

* Entry Standard: Italia (1); Malta (1); Singapur (1); China (1); Austria (2); Luxemburgo (2); Holanda (2); Reino Unido (3); Suiza (4); USA (5)

* Enterprise Securities Market-ESM: Canadá (1); Reino Unido(3)

* First North: US (1); Canadá (3)

* Mercado Alternativo Bursátil- Empresas en Expansión(MAB-EE): (1) Bulgaria

* New Connect: Bulgaria (1); Holanda (1); Reino Unido (1); Suiza (1); US(1); Chipre (2); Checoslovaquia (3)

* Third Market: Francia (1); Luxemburgo (1); Nigeria (1); Alemania (2); Suiza (4)

(2) Empresas internacionales aquellas cuya sede social está fuera de los países de actuación de Nyse Euronext.

En Empresas Nacionales están incluidas empresas de: Bélgica (13); Holanda (1); Portugal (2); Francia (159)

(3) Empresas internacionales aquellas cuya sede social está fuera de los países de actuación de Nasdaq OMX Group

En Empresas Nacionales están incluidas empresas de: Suecia (113); Dinamarca (14); Islandia (4); Finlandia (4)

(4)excluidos: Participation Certificates; Profit Shareing Rights; Depositary interest

Con relación al resto de los mercados es destacable el peso del mercado polaco, New Connect, que habiendo empezado a operar en el ejercicio 2007, dos años después a la fecha de creación del

mercado francés Alternext, del alemán Entry Standard y del nórdico First North, a finales de marzo de 2014 triplica a estos tres mercados por el número de empresas registradas.

La Tabla 2 contiene la información de las empresas, negociadas a finales de marzo de 2014, distribuidas por industrias y ordenada de mayor a menor número de empresas negociadas en cada industria en el AIM.

Como puede observarse, las industrias de mayor importancia en el mercado inglés son “Finanzas” y “Actividad Industrial”. La primera, por el nº de empresas es “Finanzas” con un peso del 19% y la segunda “Actividad Industrial” a la que corresponden el 17% de los registros. En el Resto Mercados cambia el orden de importancia de estas dos industrias siendo la primera “Actividad Industrial”, que trae al conjunto de los mercados un 21% de empresas, mientras que “Finanzas” ocupa la tercera posición aportando al total “Resto Mercados” un 18% de la población de empresas.

Las industrias relacionadas con el consumo, en conjunto, aportan al AIM un 16% y se posicionan en tercer lugar junto con “Materias Básicas”. Sin embargo si se analizan de forma individual la posición tercera le corresponde a “Materias Básicas” con un 16% de registros ya que el porcentaje global de consumo se reparte entre “Servicios al Consumidor” con un 10% y “Bienes de Consumo” con un 6%.

En Resto Mercados el peso global de las industrias del consumo alcanza el 24% pasando a ocupar la primera posición por delante de “Actividad Industrial” y como ocurre en el AIM tiene más peso la industria de “Servicios al Consumidor” a la que pertenecen el 19% de los valores, quedando reducido a un 5% el peso de los valores pertenecientes a “Bienes de Consumo”.

La industria de “Tecnología” en Resto Mercados comparte con “Finanzas” la tercera posición dentro de esta área de mercados con el 18% del total empresas negociadas mientras que en el AIM se reduce 8 puntos este porcentaje hasta el 10%.

Esta situación de los valores de “Tecnología” en el AIM fue la misma situación de este mercado en el boom de las dot.com. Los valores tecnológicos representaban una proporción mucho más pequeño de la población de empresas que en el caso de otros mercados como el Easdaq o el alemán Neuer Markt. Esto le permitió sobrevivir al crash del Mercado de Valores del 2000-2001 de mucha mejor forma que esos otros mercados. El AIM no se excedió en los valores de alta Tecnología que nunca superaron más del 20% del mercado. Además, a finales de los años 90, existía el compromiso de los inversores institucionales de que si ellos tomaban riesgo en los valores de Internet tenían que repartir al menos algunas de sus inversiones en acciones del AIM. En el 2002 las instituciones contabilizaron al menos el 75% de nuevo dinero que fue a las compañías del AIM, Arcot, Black y Owen (2007).

TABLA 2. Distribución industrial de empresas en los mercados alternativos de valores europeos

| Industrias | AIM de Empresas (1) | Nº % Total | Resto Mercados Nº de Empresas (1) | % Total |
|-------------------------|--------------------------------|-----------------------|--|----------------|
| Finanzas | 210 | 19% | 181 | 18% |
| Actividad Industrial | 191 | 17% | 211 | 21% |
| Materias Básicas | 179 | 16% | 31 | 3% |
| Servicios al Consumidor | 110 | 10% | 197 | 19% |
| Tecnología | 111 | 10% | 185 | 18% |
| Petróleo y Gas | 132 | 12% | 34 | 3% |
| Medicina y Salud | 68 | 6% | 84 | 8% |
| Bienes de Consumo | 63 | 6% | 49 | 5% |
| Telecomunicaciones | 15 | 1% | 22 | 2% |
| Utilidades | 15 | 1% | 19 | 2% |
| n.d. | | | 1 | 0% |
| Total | 1.094 | 100% | 1.014 | 100% |

(1) Empresas registradas y cotizando al 31 de marzo de 2014

Clasificación industrial: Industry Classification Benchmark-ICB

Fuente: [www.borsaitaliana.it/analysis and statistics/historical statistics/capitalisation/march 2014/shares capitalisation-March 2014](http://www.borsaitaliana.it/analysis-and-statistics/historical-statistics/capitalisation/march-2014/shares-capitalisation-March-2014)

[www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly statistics/cash market-monthly statistics 31 mar 2014](http://www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly-statistics/cash-market-monthly-statistics-31-mar-2014);

[www.athex.gr /ENA/companies](http://www.athex.gr/ENA/companies); [www.deutsche boerse.com/listing/statistics/primary market statistics/new companies in open market](http://www.deutsche-boerse.com/listing/statistics/primary-market-statistics/new-companies-in-open-market)

[www.ise.ie/market data/publications &statistics/monthly/ISE monthly reports 2014](http://www.ise.ie/market-data/publications-&statistics/monthly/ISE-monthly-reports-2014); www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/statistics;

[www.bolsasymercados.es/mab/empresas cotizadas/lista de empresas](http://www.bolsasymercados.es/mab/empresas-cotizadas/lista-de-empresas); www.newconnect.pl/statistics;

www.en.wienerborse.at/investors/companies; www.londonstockexchange.com/statistics/historic/aim/mar-14

Resto mercados: AIM Italia-MAC -Borsa Italiana; Alternext-NyseEuronext; The Alternative Market (ENA)-Athens Exchange;

Entry Standard-Deutsche Börse; Enterprise Securities Market (ESM)-Irish Stock Exchange; First North-NasdaqOMX;

Mercado Alternativo Bursátil (MAB-EE)-Bolsas y Mercados Españoles; New Connect-Warsaw Stock Exchange;

Third Market-Wiener Börse AG

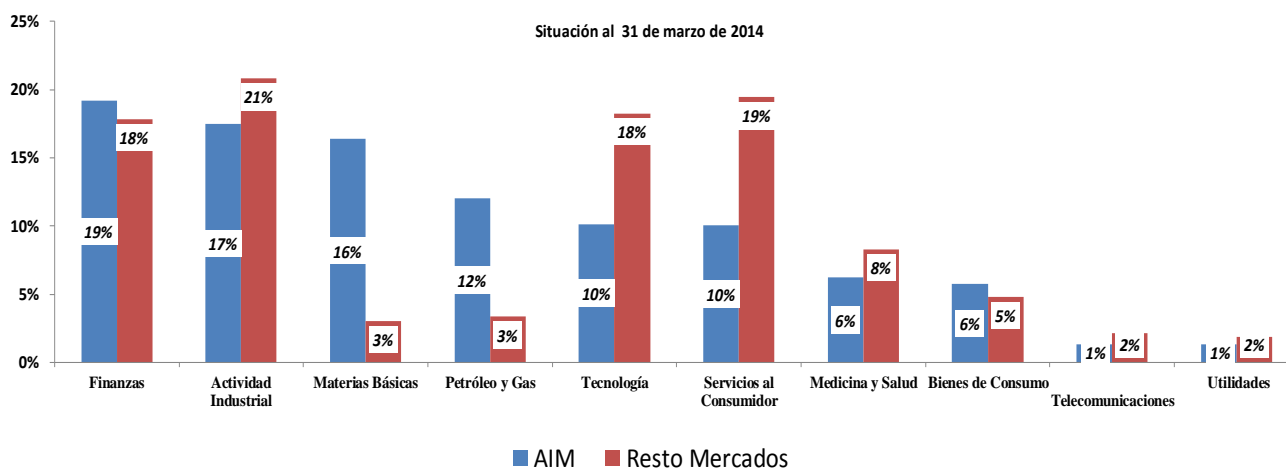
Esta diferencia del AIM respecto al mayor peso de los valores tecnológicos en otros mercados europeos también la citan Botazzi y Da Rin(2002) que evalúan el éxito de los mercados europeos de pequeña capitalización: el alemán Neuer Markt, el francés Nouveau Marché, y el italiano Nuovo Mercato desde 1996 al 2001. Estos autores expresamente señalan que Frankfurt atrae compañías más grandes que los otros dos mercados en todos los sectores pero específicamente atrae a empresas de internet y software y a empresas de tecnología; en cuanto al mercado francés más de la mitad de sus compañías pertenecían al sector de internet y software y al sector de tecnología y por su parte el mercado italiano estaba especializado en empresas de telecomunicación.

En relación a las industrias de “Materias Básicas” y “Petróleo y Gas” su comportamiento en las dos áreas de mercado es contrario al de “Tecnología”. Estas dos industrias por el número de empresas registradas tienen más importancia en el AIM que en Resto Mercados, la primera de ellas “Materias

Básicas” trae al inglés el 16% de las empresas situándose en la tercera posición dentro del mercado mientras que en Resto Mercados representa sólo un 3%, por su parte “Petróleo y Gas” en el AIM supone el 12% de la población y en Resto Mercados su importancia queda reducida a un 3%.

Por último las industrias de “Medicina y Salud”, “Telecomunicaciones” y “Utilidades” también tienen mayor peso en Resto Mercados que en el AIM. En Resto Mercados suponen el 8%; 2% y 2% respectivamente del total negociado frente al 6%; 1% y 1% que representan en el AIM, como podemos ver en el gráfico 1.

GRÁFICO 1. Distribución industrial de empresas en los mercados alternativos de valores europeos



Clasificación sectorial: Industry Classification Benchmark-ICB

Elaboración propia

Fuente: [www.borsaitaliana.it/analysis-and-statistics/historical-statistics/capitalisation/march 2014/shares capitalisation-March 2014](http://www.borsaitaliana.it/analysis-and-statistics/historical-statistics/capitalisation/march-2014/shares-capitalisation-March-2014)
[www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly statistics/cash market-monthly statistics 31 mar 2014](http://www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly-statistics/cash-market-monthly-statistics-31-mar-2014);
[www.athex.gr /ENA/companies](http://www.athex.gr/ENA/companies); [www.deutsche boerse.com/listing/statistics/primary market statistics/new companies in open market](http://www.deutsche-boerse.com/listing/statistics/primary-market-statistics/new-companies-in-open-market)
[www.ise.ie/market data/publications &statistics/monthly/ISE monthly reports 2014](http://www.ise.ie/market-data/publications&statistics/monthly/ISE-monthly-reports-2014); www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/statistics;
[www.bolsasymercados.es/mab/empresas cotizadas/lista de empresas](http://www.bolsasymercados.es/mab/empresas-cotizadas/lista-de-empresas); www.newconnect.pl/statistics;
www.en.wienerborse.at/investors/companies; www.londonstockexchange.com/statistics/historic/aim/mar-14

Resto mercados: AIM Italia-MAC -Borsa Italiana; Alternext-NyseEuronext; The Alternative Market (ENA)-Athens Exchange; Entry Standard-Deutsche Börse; Enterprise Securities Market (ESM)-Irish Stock Exchange; First North-NasdaqOMX; Mercado Alternativo Bursátil (MAB-EE)-Bolsas y Mercados Españoles; New Connect-Warsaw Stock Exchange; Third Market-Wiener Börse AG

Por último, en la Tabla 3 se incluye el tamaño de las empresas del AIM y de Resto Mercados según su valor de mercado a finales de marzo de 2014. La información está clasificada por industrias y ordenada de mayor a menor capitalización media en el mercado AIM. Como muestran los datos la capitalización total de las 1.094 empresas en el mercado inglés alcanzaba la cifra de 94.248 millones

Mercados de Valores para Empresas de Pequeña y Mediana Capitalización: Un Nuevo Modelo Alternativo de Mercado de Valores en Europa

de Euros (78.056 millones de Libras) mientras que en Resto Mercados las 1.014 empresas, que componían su población, tenían un valor de mercado de 39.652 millones de Euros.

El tamaño medio del total empresas del AIM es de 86 millones de euros mientras que el tamaño medio de la población de empresas cotizadas en Resto Mercados es de 39 millones de euros. Teniendo en cuenta la clasificación de la FESE¹⁷ en algunos de sus estudios estadísticos estos valores catalogan a las empresas del AIM como Empresas Pequeñas mientras que las que cotizan en los mercados englobados bajo el término Resto Mercados serían Microempresas.

TABLA 3. Mercados alternativos de valores europeos: Tamaño de las empresas distribuidas por industrias

| Industrias | Alternative Investment Market | | | Resto Mercados | | Capitalización media (Mill. €) | |
|-------------------------|-------------------------------|----------------|-----------|--------------------|-----------|--------------------------------|----------------|
| | Capitalización | | | Capitalización | | | |
| | Nº de Empresas (1) | Libras (Mill.) | € (Mill.) | Nº de Empresas (1) | € (Mill.) | AIM | Resto Mercados |
| Telecomunicaciones | 15 | 2.673 | 3.227 | 22 | 3.827 | 215 | 174 |
| Servicios al Consumidor | 110 | 11.868 | 14.330 | 197 | 3.289 | 130 | 17 |
| Tecnología | 111 | 10.091 | 12.184 | 185 | 3.080 | 110 | 17 |
| Bienes de Consumo | 63 | 5.174 | 6.247 | 49 | 6.381 | 99 | 130 |
| Petróleo y Gas | 132 | 10.776 | 13.011 | 34 | 2.610 | 99 | 77 |
| Utilidades | 15 | 1.213 | 1.465 | 19 | 946 | 98 | 50 |
| Medicina y Salud | 68 | 5.379 | 6.494 | 84 | 4.460 | 96 | 53 |
| Finanzas | 210 | 15.584 | 18.817 | 181 | 7.561 | 90 | 42 |
| Actividad Industrial | 191 | 10.064 | 12.151 | 211 | 6.293 | 64 | 30 |
| Materias Básicas | 179 | 5.235 | 6.321 | 31 | 1.204 | 35 | 39 |
| nd | | | | 1 | | | 0 |
| Total | 1.094 | 78.056 | 94.248 | 1.014 | 39.652 | 86 | 39 |

(1) Empresas registradas y cotizando al 31 de marzo de 2014

Elaboración propia

TC Euro/Libra 31-3-2014: **0,8282** Fuente: www.bde.es

Clasificación sectorial: Industry Classification Benchmark-ICB

Fuente: [www.borsaitaliana.it/analysis and statistics/historical statistics/capitalisation/march 2014/shares capitalisation-March 2014](http://www.borsaitaliana.it/analysis%20and%20statistics/historical%20statistics/capitalisation/march%202014/shares%20capitalisation-March%202014)
[www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly statistics/cash market-monthly statistics](http://www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly%20statistics/cash%20market-monthly%20statistics) 31 mar 2014;
www.athex.gr/ENA/companies; [www.deutsche boerse.com/listing/statistics/primary market statistics/new companies in open market](http://www.deutscheboerse.com/listing/statistics/primary%20market%20statistics/new%20companies%20in%20open%20market)
[www.ise.ie/market data/publications &statistics/monthly/ISE monthly reports](http://www.ise.ie/market%20data/publications%20&statistics/monthly/ISE%20monthly%20reports) 2014; www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/statistics;
[www.bolsasymercados.es/mab/empresas cotizadas/lista de empresas](http://www.bolsasymercados.es/mab/empresas%20cotizadas/lista%20de%20empresas); www.newconnect.pl/statistics;
www.en.wienerborse.at/investors/companies; www.londonstockexchange.com/statistics/historic/aim/mar-14

Resto mercados: AIM Italia-MAC -Borsa Italiana; Alternext-NyseEuronext; The Alternative Market (ENA)-Athens Exchange; Entry Standard-Deutsche Börse; Enterprise Securities Market (ESM)-Irish Stock Exchange; First North-NasdaqOMX; Mercado Alternativo Bursátil (MAB-EE)-Bolsas y Mercados Españoles; New Connect-Warsaw Stock Exchange; Third Market-Wiener Börse AG

Analizando las compañías por industria, los datos muestran, que excepto en las industrias de Bienes de Consumo y de Materias Básicas, en el resto el tamaño medio de las compañías del mercado inglés AIM es superior al tamaño medio de las empresas cotizadas en los mercados incluidos en Resto

¹⁷ La Federación de Bolsas Europeas-FESE considera : “Microempresa” a aquella empresa con un valor de mercado menor a 50 millones de euros, “Pequeña Empresa” a aquella cuyo valor de mercado es igual o mayor a 50 millones de euros pero menor a 150 millones de euros, “Empresa Mediana” a la que tiene un valor de mercado igual o mayor a 150 millones de euros pero menor a 1.000 millones de euros y “Empresa Grande” a aquella cuyo valor de mercado es igual o mayor a 1.000 millones de euros.

Mercados de Valores para Empresas de Pequeña y Mediana Capitalización: Un Nuevo Modelo Alternativo de Mercado de Valores en Europa

Mercados. De manera especial destaca en el AIM el tamaño medio de las empresas de Servicios al Consumidor y Tecnología en comparación con el tamaño medio de las empresas de estas industrias en Resto Mercados. La razón de esta diferencia es que ambas industrias aportan al AIM empresas de tamaño mediano mientras que en Resto Mercados aportan microempresas.

Por otro lado el mayor tamaño de las empresas de Bienes de Consumo en Resto Mercados se debe a la dimensión de tres empresas del mercado irlandés ESM que por su capitalización son empresas medianas (328,24; 398,96 y 945 millones de euros), anexo 6.

La mayor dimensión de las empresas del mercado inglés también queda patente si se analiza distribuyendo su valor de mercado por rangos de capitalización, Tabla 4.

TABLA 4. Mercados alternativos de valores europeos: Tamaño de las empresas distribuidas por rangos de capitalización

| Alternative Investment Market(AIM) | | | | | | AIM - Resto Mercados | | Punto medio del rango |
|---------------------------------------|-----------------------|--------|------------------------|--------|--------|--------------------------------|----------------|--------------------------|
| Rango de Capitalización Mill.€ (*) | Nº de Empresas (1) | % | Capitalización (Mill.) | | | Capitalización Media (Mill. €) | | |
| | | | Libras | Euros | % | AIM | Resto Mercados | |
| 0-2 | 80 | 7,3% | 93 | 112 | 0,1% | 1,4 | 0,8 | 1 |
| 2-5 | 122 | 11,2% | 421 | 508 | 0,5% | 4,2 | 3,3 | 3,5 |
| 5-10 | 150 | 13,7% | 1.063 | 1.283 | 1,4% | 8,6 | 7,3 | 7,5 |
| 10-25 | 214 | 19,6% | 3.627 | 4.379 | 4,6% | 20,5 | 16,2 | 17,5 |
| 25-50 | 173 | 15,8% | 6.102 | 7.367 | 7,8% | 42,6 | 35,9 | 37,5 |
| 50-100 | 136 | 12,4% | 9.553 | 11.535 | 12,2% | 84,8 | 71,1 | 75 |
| 100-250 | 133 | 12,2% | 21.669 | 26.164 | 27,8% | 196,7 | 155,7 | 175 |
| 250-500 | 39 | 3,6% | 13.398 | 16.177 | 17,2% | 414,8 | 346,2 | 375 |
| 500-1000 | 13 | 1,2% | 8.003 | 9.663 | 10,3% | 743,3 | 727,2 | 750 |
| más de 1000 | 8 | 0,7% | 14.122 | 17.052 | 18,1% | 2.131,5 | 2.563,5 | |
| no valoradas | 1 | 0,1% | 0 | 0 | 0,0% | 0,0 | | |
| suspendidas | 25 | 2,3% | 6 | 8 | 0,0% | 0,3 | | |
| | 1.094 | 100,0% | 78.056 | 94.248 | 100,0% | 86,1 | 39,1 | |

(1) Empresas registradas y cotizando al 31 de marzo de 2014

Elaboración propia

(*) Fuente: www.bde.es; T.c. 31-3-.2014 Libra/Euro:0,8282

Fuente: www.borsaitaliana.it/analysis-and-statistics/historical-statistics/capitalisation/march-2014/shares-capitalisation-March-2014
www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly-statistics/cash-market-monthly-statistics-31-mar-2014;
www.athex.gr/ENA/companies; www.deutsche-boerse.com/listing/statistics/primary-market-statistics/new-companies-in-open-market
www.ise.ie/market-data/publications&statistics/monthly/ISE-monthly-reports-2014; www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/statistics;
www.bolsasymercados.es/mab/empresas-cotizadas/lista-de-empresas; www.newconnect.pl/statistics;
www.en.wienerborse.at/investors/companies; www.londonstockexchange.com/statistics/historic/aim/mar-14

Resto mercados: AIM Italia-MAC -Borsa Italiana; Alternext-NyseEuronext; The Alternative Market (ENA)-Athens Exchange;

Entry Standard-Deutsche Börse; Enterprise Securities Market (ESM)-Irish Stock Exchange; First North-NasdaqOMX;

Mercado Alternativo Bursátil (MAB-EE)-Bolsas y Mercados Españoles; New Connect-Warsaw Stock Exchange;

Third Market-Wiener Börse AG

Como muestran los datos, las empresas del AIM tienen un valor medio de mercado superior al valor medio de mercado de las empresas de “Resto Mercados” en todos los rangos de capitalización

excepto en el rango de más de 1.000 euros¹⁸. Comparando la dimensión de las empresas por su posición respecto del punto medio del rango se comprueba que en el mercado inglés el valor medio de las industrias está por encima del mencionado punto medio o muy cerca de él mientras que en “Resto Mercados” su valor se sitúa por debajo de esa referencia.

Teniendo en cuenta el criterio de clasificación seguido por la Federación de Bolsas Europeas-FESE en alguno de sus estudios estadísticos, el 68% de las empresas negociadas a finales de marzo 2014 en el AIM eran “Microempresas” y a ellas correspondía el 14,4% de la capitalización. Si se detraen las empresas del rango de 25 a 50 millones de euros, más de la mitad de las empresas negociadas en el AIM, el 51,8%, tenían un valor de mercado igual o inferior a 25 millones de euros y representaban el 6,6% de la capitalización total del mercado. Arcot, Black y Owen (2007) señalan que desde 2005, en parte por el influjo de las compañías extranjeras, la capitalización promedio del mercado de los componentes del AIM se incrementó aunque también continuó el flujo de las pequeñas y medianas compañías británicas. Algunos participantes del mercado creen por un lado que hay demasiadas compañías de micro-capitalización en el AIM que probablemente no deberían estar en un mercado público y por otro que también el AIM debería evitar estar dominado por las compañías grandes, candidatas para el mercado principal, aquellas cuyo valor de mercado sea igual o superior a 500 millones de Libras¹⁹.

En Restos Mercados las Microempresas son el 85% de la población y aportan el 22% de la capitalización, Tabla 5.

¹⁸ El comportamiento de este rango se debe a la empresa Lets Gowex que al 31 de marzo de 2014 estaba cotizando en Alternext con una capitalización de 1.800 millones de euros y en el mercado MAB-EE con una capitalización de 1.799,14 millones de euros. Además en este rango también cotizaba en el mercado irlandés ESM la empresa Permanent TSB Group con un valor de mercado de 4.090,89 millones de euros, Anexo 1.

¹⁹ Este valor de 500 millones de Libras es una referencia no una exigencia establecida por la Bolsa

TABLA 5. AIM y “Resto Mercados”: Empresas distribuidas por rangos de capitalización (1)

| Rangos | AIM | | Resto Mercados | |
|----------------------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|
| | %Total empresas | % capitalización | %Total empresas | % capitalización |
| 0-2 | 7% | 0% | 27% | 1% |
| 2-5 | 11% | 1% | 15% | 1% |
| 5-10 | 14% | 1% | 15% | 3% |
| 10-25 | 20% | 5% | 16% | 7% |
| 25-50 | 16% | 8% | 11% | 10% |
| Microempresas | 68% | 14% | 85% | 22% |
| 50-100 | 12% | 12% | 8% | 15% |
| 100-250 | 12% | 28% | 5% | 18% |
| 250-500 | 4% | 17% | 1% | 8% |
| 500-1000 | 1% | 10% | 1% | 18% |
| más de 1000 | 1% | 18% | 0,4% | 19% |
| no valoradas | 0% | 0% | 0% | 0% |
| suspendidas | 2% | 0% | 0% | 0% |
| | 100% | 100% | 100% | 100% |

(1) Empresas registradas y negociando al 31 de marzo de 2014

Fuente: [www.borsaitaliana.it/analysis and statistics/historical statistics/capitalisation/march 2014/shares capitalisation-March 2014](http://www.borsaitaliana.it/analysis_and_statistics/historical_statistics/capitalisation/march_2014/shares_capitalisation-March_2014); [www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly statistics/cash market-monthly statistics 31 mar 2014](http://www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly_statistics/cash_market-monthly_statistics_31_mar_2014); www.athex.gr/ENA/companies; [www.deutsche-boerse.com/listing/statistics/primary market statistics/new companies in open market](http://www.deutsche-boerse.com/listing/statistics/primary_market_statistics/new_companies_in_open_market); [www.ise.ie/market data/publications &statistics/monthly/ISE monthly reports 2014](http://www.ise.ie/market_data/publications_&statistics/monthly/ISE_monthly_reports_2014); www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/statistics; [www.bolsasymercados.es/mab/empresas cotizadas/lista de empresas](http://www.bolsasymercados.es/mab/empresas_cotizadas/lista_de_empresas); www.newconnect.pl/statistics; www.en.wienerborse.at/investors/companies; londonstockexchange.com/statistics/historic/aim/mar-14

Resto mercados: AIM Italia-MAC -Borsa Italiana; Alternext-NyseEuronext; The Alternative Market (ENA)-Athens Exchange; Entry Standard-Deutsche Börse;Enterprise Securities Market (ESM)-Irish Stock Exchange; First North-NasdaqOMX; Mercado Alternativo Bursátil (MAB-EE)-Bolsas y Mercados Españoles;New Connect-Warsaw Stock Exchange Third Market-Wiener Börse AG

El análisis de esta sección ha mostrado la mayor dimensión del mercado inglés en comparación con el área de “Resto Mercados”, tanto por el número de empresas registradas, como por el tamaño de estas empresas. El mercado AIM cuando se aprueba la Directiva MIFID llevaba operando como mercado regulado cerca de 10 años e inicia el ejercicio 2005 con una posición de 1.021empresas, Arcot, Blach y Owen (2007) pag.45. La creación real de mercados alternativos en la eurozona se inicia precisamente en este año 2005 con el mercado Alternext, que es el primer mercado de este tipo que nace a partir de la aprobación de la Directiva MIFID.

En la siguiente sección se continúa con el análisis de la evolución de cada uno de los mercados alternativos de valores europeos considerados en esta parte bajo el término “Resto Mercados”.

3.3 Desarrollo de otros mercados alternativos de valores en Europa

Aunque en la Tabla 6 se representa el periodo que se extiende desde el ejercicio 2002 al 31 de marzo de 2014, en realidad, el registro de empresas en los nuevos mercados alternativos empieza a partir del ejercicio 2005. El mercado alternativo de la Bolsa de Austria, el Third Market, hasta el 1 de noviembre de 2007, mes en el que fue efectiva la transposición de la MIFID a su normativa de valores nacional, había operado como un “unregulated market”. A partir de esa fecha el Third Market pasó a ser un Sistema Multilateral de Negociación operado por Wiener Börse AG y los valores que estaban negociándose en el “unregulated Third Market” continuaron negociándose en el “Sistema Multilateral de Negociación Third Market”.

TABLA 6. Empresas vivas en mercados alternativos de valores: Distribución por antigüedad de registro en el mercado

| Año | Third Market (2) | Alternext | Entry Standard | ESM | First North | New Connect | ENA | AIM Italia-MAC | MAB-EE | Total |
|---------------------------------|------------------|------------|----------------|-----------|-------------|-------------|-----------|----------------|-----------|--------------|
| 2002 | 7 | | | | | | | | | 7 |
| 2003 | 1 | | | | | | | | | 1 |
| 2004 | 2 | | | | | | | | | 2 |
| 2005 | 0 | 15 | 15 | 6 | | | | | | 36 |
| 2006 | 3 | 36 | 36 | 3 | 25 | | | | | 103 |
| 2007 | 3 | 34 | 26 | 7 | 27 | 17 | | | | 114 |
| 2008 | 0 | 7 | 13 | 0 | 10 | 44 | 9 | | | 83 |
| 2009 | 1 | 4 | 5 | 2 | 9 | 18 | 3 | 4 | 2 | 48 |
| 2010 | 1 | 30 | 7 | 1 | 15 | 72 | 2 | 6 | 8 | 142 |
| 2011 | 1 | 31 | 7 | 2 | 18 | 145 | 0 | 5 | 5 | 214 |
| 2012 | 1 | 12 | 12 | 1 | 10 | 85 | 0 | 6 | 5 | 132 |
| 2013 | 6 | 12 | 1 | 3 | 19 | 41 | 0 | 15 | 1 | 98 |
| 1º trimestre 2014 | 0 | 3 | 0 | 1 | 5 | 8 | 0 | 5 | 0 | 22 |
| n.d. | | | | | 1 | 11 | | | | |
| Total empresas vivas (1) | 26 | 184 | 122 | 26 | 139 | 441 | 14 | 41 | 21 | 1.014 |
| % Total | 3% | 18% | 12% | 3% | 14% | 43% | 1% | 4% | 2% | 100% |

(1) Empresas vivas se refiere a empresas registradas y cotizando al 31 de marzo de 2014

(2)excluidos: Participation Certificates(1);Profit Shareing Rights (4);Austrian Depositary Certificate (3)

Elaboración Propia

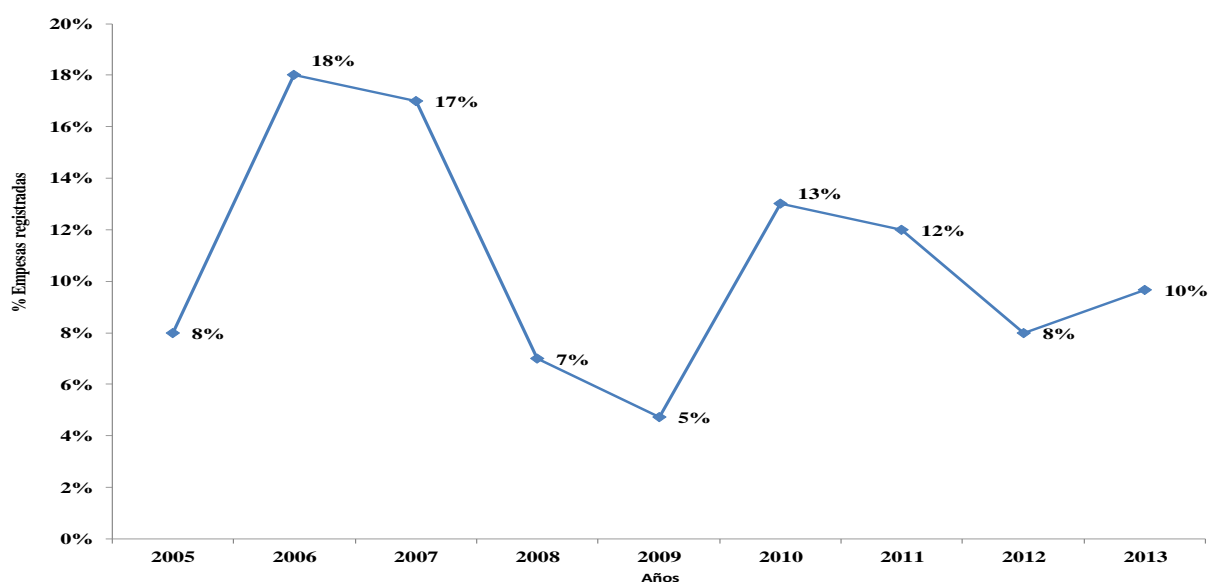
Fuente: [www.borsaitaliana.it/analysis-and-statistics/historical-statistics/capitalisation/march 2014/shares capitalisation-March 2014](http://www.borsaitaliana.it/analysis-and-statistics/historical-statistics/capitalisation/march-2014/shares-capitalisation-March-2014)
[www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly-statistics/cash market-monthly-statistics 31 mar 2014](http://www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly-statistics/cash-market-monthly-statistics-31-mar-2014);
[www.athex.gr /ENA/companies](http://www.athex.gr/ENA/companies); [www.deutsche-boerse.com/listing/statistics/primary market statistics/new companies in open market](http://www.deutsche-boerse.com/listing/statistics/primary-market-statistics/new-companies-in-open-market)
[www.ise.ie/market data/publications &statistics/monthly/ISE monthly reports 2014](http://www.ise.ie/market-data/publications-&statistics/monthly/ISE-monthly-reports-2014); www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/statistics;
[www.bolsasymercados.es/mab/empresas cotizadas/lista de empresas](http://www.bolsasymercados.es/mab/empresas-cotizadas/lista-de-empresas); www.newconnect.pl/statistics;
www.en.wienerborse.at/investors/companies.

Bolsas que promueven los mercados: Third Market-Wiener Börse AG ; Alternext-NyseEuronext; Entry Standard-Deutsche Börse; Enterprise Securities Market (ESM)-Irish Stock Exchange; First North-NasdaqOMX; AIM-Italia (MAC)-Borsa Italiana; New Connect-Warsaw Stock Exchange; The Alternative Market ENA-Athens Exchange (ATHEX); Mercado Alternativo Bursátil (MAB)-Bolsas y Mercados Españoles;

Así, en el ejercicio 2005 empieza la llegada de empresas al mercado francés Alternext, al alemán Entry Standard y al irlandés Enterprise Securities Market. En este ejercicio se registran 36 empresas que suponen el 4% de la población de cierre del primer trimestre de 2014. En el 2006 crece significativamente la actividad de registros en Alternext y Entry Standard y se inician los registros en el mercado nórdico First North; en este ejercicio acceden a los mercados 103 empresas que suponen el 10% de la población total de marzo 2014. En el 2007 inicia la actividad el polaco New Connect y aunque en conjunto continúa la tendencia creciente de los registros con 114 empresas nuevas se produce un punto de inflexión tanto en el mercado francés como en el alemán. En el año 2008 y en el 2009 la tendencia de registros cambia de signo y aunque nacen tres nuevos mercados, el griego ENA, el italiano MAC y el español MAB-EE la aportación de nuevas empresas en estos tres mercados, no compensa la caída que sufren el resto de plazas.

Con excepción del mercado polaco New Connect, en general, el comportamiento de la salida a cotizar de las empresas a los mercados de valores es similar en el conjunto de los nuevos mercados. La actividad de registros es alta hasta el 2007 y a partir de este año cae bruscamente hasta el año 2010. En este año se observa una suave tendencia en la recuperación de registros aunque estos no alcanzan la fortaleza de los primeros años de actividad de los mercados, como podemos ver en el gráfico 2.

GRÁFICO 2. Mercados alternativos de valores europeos: Evolución del registro de empresas



Elaboración Propia

Registro de empresas en: Alternext, Entry Standard; ESM; First North; ENA; AIM Italia-MAC; MAB-EE; Third Market
excluidos los mercados: AIM y New Connect

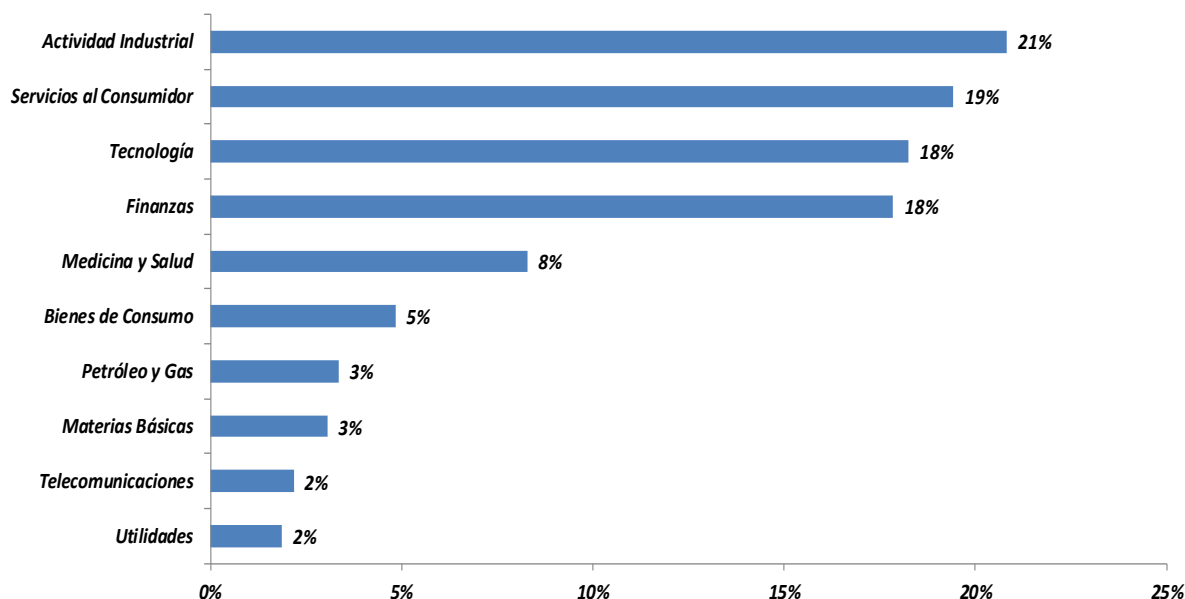
Fuente: [www.borsaitaliana.it/analysis-and-statistics/historical-statistics/capitalisation/march 2014/shares capitalisation-March 2014](http://www.borsaitaliana.it/analysis-and-statistics/historical-statistics/capitalisation/march-2014/shares-capitalisation-March-2014)
[www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly statistics/cash market-monthly statistics 31 mar 2014](http://www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly-statistics/cash-market-monthly-statistics-31-mar-2014);
[www.athex.gr /ENA/companies](http://www.athex.gr/ENA/companies); [www.deutsche-boerse.com/listing/statistics/primary market statistics/new companies in open market](http://www.deutsche-boerse.com/listing/statistics/primary-market-statistics/new-companies-in-open-market)
[www.ise.ie/market data/publications &statistics/monthly/ISE monthly reports 2014](http://www.ise.ie/market-data/publications&statistics/monthly/ISE-monthly-reports-2014); www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/statistics;
[www.bolsasymercados.es/mab/empresas cotizadas/lista de empresas](http://www.bolsasymercados.es/mab/empresas-cotizadas/lista-de-empresas); www.en.wienerborse.at/investors/companies

La subida de los registros, que se produce en los años 2010 y 2011, no se debe a una salida efectiva de empresas nuevas a los mercados de valores, sino a transferencia de empresas desde los mercados regulados franceses al mercado Alternext. Estas transferencias se apoyan en los cambios de la legislación aprobados en Francia con el objetivo de mitigar los efectos de la crisis económica. Por lo tanto, los picos de esos ejercicios no corresponden a captación de recursos financieros por parte de empresas nuevas que salen a cotizar, sino a movimientos de empresas que ya estaban cotizando y que se transfieren al nuevo mercado alternativo francés. En cuanto al pico de registros que se produce en 2013 lo motiva la fusión de los dos mercados alternativos que existían en Italia después de la fusión de Borsa Italiana y Bolsa de Londres, el MAC y el AIM Italia, y que dan origen al mercado actual el AIM Italia-MAC.

Caso aparte es el mercado polaco New Connect. En este mercado la actividad de registros es muy fuerte. En el 2008 recibe más del doble de empresas de las que se registraron el año anterior, en el 2009 aunque se reducen los registros a la mitad su actividad es superior a la de cualquiera del resto de los mercados, en el 2010 se recupera con fuerza y las nuevas empresas se multiplican por cuatro respecto al ejercicio anterior y esta tendencia positiva sigue en el 2011 en el que los registros duplican los del año previo 2010.

En cuanto a la procedencia industrial de las compañías, como se observa en el gráfico 3, el 76% de las empresas registradas en los nuevos mercados proceden de cuatro industrias, por orden de importancia: Actividad Industrial con el 21% de los registros; Servicios al Consumidor con el 19%; Finanzas y Tecnología con un 18% cada una de ellas.

GRÁFICO 3. Mercados alternativos de valores europeos: Distribución industrial de empresas (1)



(1) Empresas registradas y negociando al 31 de marzo de 2014 en Alternext, Entry Standard, ESM, First North, ENA, AIM Italia-MAC, MAB-EE, Third Market y New Connect

Elaboración Propia

Fuente: [www.borsaitaliana.it/analysis and statistics/historical statistics/capitalisation/march 2014/shares capitalisation-March 2014](http://www.borsaitaliana.it/analysis%20and%20statistics/historical%20statistics/capitalisation/march%202014/shares%20capitalisation-March%202014); [www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly statistics/cash market-monthly statistics 31 mar 2014](http://www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly%20statistics/cash%20market-monthly%20statistics%2031%20mar%202014); [www.athex.gr /ENA/companies](http://www.athex.gr/ENA/companies); [www.deutsche boerse.com/listing/statistics/primary market statistics/new companies in open market](http://www.deutsche-boerse.com/listing/statistics/primary%20market%20statistics/new%20companies%20in%20open%20market); [www.ise.ie/market data/publications &statistics/monthly/ISE monthly reports 2014](http://www.ise.ie/market%20data/publications%20&statistics/monthly/ISE%20monthly%20reports%202014); www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/statistics; [www.bolsasymercados.es/mab/empresas cotizadas/lista de empresas](http://www.bolsasymercados.es/mab/empresas%20cotizadas/lista%20de%20empresas); www.newconnect.pl/statistics; www.en.wienerborse.at/investors/companies.

No obstante, el peso de cada una de estas industrias no es el mismo en cada uno de los distintos mercados, ni tampoco es la misma la dispersión de las compañías entre las distintas industrias.

En el polaco New Connect hay empresas en todas las industrias menos en Materias Básicas y Bienes de Consumo y la mayoría se concentran en las cuatro industrias antes señaladas, por orden de importancia: Servicios al Consumidor con un 26%, Actividad Industrial y Finanzas tienen un peso cada una de ellas del 21% y Tecnología con el 20% de las empresas del mercado. Además, en términos absolutos, este mercado supera por el número de empresas registradas en cada una de las industrias al número de empresas registradas en esas industrias en cada uno del resto de los mercados. También destaca el número de empresas de Telecomunicaciones del mercado polaco en comparación con las que tiene esta industria en el resto de mercados; New Connect aporta al conjunto más del 50% del total de las empresas de esta industria.

En Alternext, Entry Standard y First North, la dispersión de empresas es alta. Alternext tiene empresas registradas en todas y cada una de las industria, Entry Standard tiene empresas en todas las industrias menos en Petróleo y Gas y First North también tiene empresas de todas las industrias menos de Telecomunicaciones.

En el mercado francés, la industria más importante es Actividad Industrial con el 23% de las empresas y le siguen en importancia Servicio al Consumidor con el 20% y Tecnología con un 19%. En este mercado también destacan las empresas de Medicina y Salud que ocupan la cuarta posición con un 11%.

En el mercado alemán, la mayoría de los registros se concentran también en Actividad Industrial con el 31% de su población de empresas y en Finanzas que aporta el 30% del total. En este mercado es destacable la alta posición de Finanzas y la posición más discreta de sus empresas de Tecnología en comparación con la presencia de ambas industrias en Alternext y First North.

Precisamente en el mercado First North, los valores tecnológicos son los que ocupan la primera posición con el 19% de los registros. En este mercado, al igual que en el mercado francés, también es relevante la presencia de empresas de Medicina y Salud que con un peso del 15% ocupan el segundo lugar en el mercado por delante de Servicios al Consumidor y de Actividad Industrial que tienen cada una de ellas un peso en el mercado del 14%. Otra circunstancia a destacar de esta plaza es que sus empresas de Materias Básicas suponen el 48% del total empresas registradas de esta industria en el conjunto de los mercados.

La dimensión del resto de las plazas por el número de empresas registradas es bastante menor a la de los cuatro mercados antes descritos. En conjunto los cinco mercados aportan el 13% del total de las empresas y las industrias con más peso en ellos son: en el italiano AIM Italia-MAC agrupan al 66% de los valores las industrias de Finanzas, Servicios al Consumidor y Tecnología; en el griego ENA el 58% de las empresas son de Tecnología y Actividad Industrial; en el irlandés ESM las industrias de Materias Básicas, Petróleo y Gas, Bienes de Consumo y Finanzas concentran el 72%; en el español MAB-EE las industrias por orden de importancia son Medicina y Salud, Servicios al Consumidor, Tecnología y Actividad Industrial que engloban al 91% del total empresas y por último en el austriaco Third Market el 78% de su población de empresas se reparten entre Finanzas, Actividad Industrial, Bienes de Consumo y Medicina y Salud, Tablas 7 y 8.

TABLA 7. Mercados alternativos de valores europeos: Distribución industrial de las empresas, excluido el Alternative Investment Market (1)

| Industrias | AIM Italia- MAC | Alternext | ENA | Entry Standard | ESM | First North(2) | MAB-EE | New Connect | Third Market (3) | Total | % Tot |
|-------------------------|--------------------|------------|-----------|-------------------|-----------|-------------------|-----------|----------------|------------------------|-------------|-------------|
| Petróleo y Gas | 3 | 6 | 0 | 0 | 5 | 9 | 0 | 11 | 0 | 34 | 3% |
| Materias Básicas | 1 | 6 | 0 | 2 | 6 | 15 | 0 | 0 | 1 | 31 | 3% |
| Actividad Industrial | 4 | 43 | 4 | 38 | 2 | 20 | 3 | 91 | 6 | 211 | 21% |
| Bienes de Consumo | 2 | 17 | 1 | 10 | 4 | 11 | 1 | 0 | 3 | 49 | 5% |
| Medicina y Salud | 1 | 20 | 1 | 7 | 1 | 21 | 6 | 24 | 3 | 84 | 8% |
| Servicios al Consumidor | 8 | 37 | 2 | 7 | 2 | 19 | 5 | 115 | 2 | 197 | 19% |
| Telecomunicaciones | 0 | 4 | 1 | 4 | 0 | 0 | 1 | 12 | 0 | 22 | 2% |
| Utilidades | 3 | 5 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 8 | 1 | 19 | 2% |
| Finanzas | 14 | 11 | 1 | 36 | 4 | 16 | 0 | 91 | 8 | 181 | 18% |
| Tecnología | 5 | 35 | 4 | 17 | 2 | 27 | 5 | 89 | 1 | 185 | 18% |
| na | | | | | | | | | 1 | 1 | |
| Total | 41 | 184 | 14 | 122 | 26 | 139 | 21 | 441 | 26 | 1014 | 100% |
| % Total cias | 4% | 18% | 1% | 12% | 3% | 14% | 2% | 43% | 3% | 100% | |

Clasificación sectorial: Industry Classification Benchmark-ICB

(1) Empresas vivas se refiere a empresas registradas y cotizando al 31 de marzo de 2014

(2) excluidos: derechos de suscripción, warrants y bonos convertibles

(3) excluidos: Participation Certificates(1); Profit Shareing Rights (4); Austrian Depositary Certificate (3)

Fuente: [www.borsaitaliana.it/analysis and statistics/historical statistics/capitalisation/march 2014/shares capitalisation-March 2014](http://www.borsaitaliana.it/analysis-and-statistics/historical-statistics/capitalisation/march-2014/shares-capitalisation-March-2014)
[www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly statistics/cash market-monthly statistics 31 mar 2014](http://www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly-statistics/cash-market-monthly-statistics-31-mar-2014);
[www.athex.gr /ENA/companies](http://www.athex.gr/ENA/companies); [www.deutsche boerse.com/listing/statistics/primary market statistics/new companies in open market](http://www.deutsche-boerse.com/listing/statistics/primary-market-statistics/new-companies-in-open-market)
[www.ise.ie/market data/publications &statistics/monthly/ISE monthly reports 2014](http://www.ise.ie/market-data/publications-&statistics/monthly/ISE-monthly-reports-2014); www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/statistics;
[www.bolsasymercados.es/mab/empresas cotizadas/lista de empresas](http://www.bolsasymercados.es/mab/empresas-cotizadas/lista-de-empresas); www.newconnect.pl/statistics;
www.en.wienerborse.at/investors/companies.

Bolsas que promueven los mercados: AIM Italia(MAC) -Borsa Italiana; Alternext-NyseEuronext; The Alternative Market (ENA)-Athens Exchange; Entry Standard-Deutsche Börse; Enterprise Securities Market (ESM)-Irish Stock Exchange; First North-NasdaqOMX; Mercado Alternativo Bursátil (MAB-EE)- Bolsas y Mercados Españoles; New Connect-Warsaw Stock Exchange; Third Market-Wiener Börse AG

TABLA 8. Mercados alternativos de valores europeos: Importancia relativa de cada industria en cada mercado

| Industrias | (% Total Mercado) | | | | | | | | | Total |
|-------------------------|-------------------|-------------|-------------|----------------|-------------|----------------|-------------|-------------|------------------|-------------|
| | AIM Italia-MAC | Alternext | ENA | Entry Standard | ESM | First North(1) | MAB-EE | New Connect | Third Market (2) | |
| Petróleo y Gas | 7% | 3% | 0% | 0% | 19% | 6% | 0% | 2% | 0% | 3% |
| Materias Básicas | 2% | 3% | 0% | 2% | 23% | 11% | 0% | 0% | 4% | 3% |
| Actividad Industrial | 10% | 23% | 29% | 31% | 8% | 14% | 14% | 21% | 23% | 21% |
| Bienes de Consumo | 5% | 9% | 7% | 8% | 15% | 8% | 5% | 0% | 12% | 5% |
| Medicina y Salud | 2% | 11% | 7% | 6% | 4% | 15% | 29% | 5% | 12% | 8% |
| Servicios al Consumidor | 20% | 20% | 14% | 6% | 8% | 14% | 24% | 26% | 8% | 19% |
| Telecomunicaciones | 0% | 2% | 7% | 3% | 0% | 0% | 5% | 3% | 0% | 2% |
| Utilidades | 7% | 3% | 0% | 1% | 0% | 1% | 0% | 2% | 4% | 2% |
| Finanzas | 34% | 6% | 7% | 30% | 15% | 12% | 0% | 21% | 31% | 18% |
| Tecnología | 12% | 19% | 29% | 14% | 8% | 19% | 24% | 20% | 4% | 18% |
| na | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 4% | 0% |
| Total | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

Clasificación sectorial: Industry Classification Benchmark-ICB

(1) excluidos: derechos de suscripción, warrants y bonos convertibles

(2) excluidos: Participation Certificates(1); Profit Shareing Rights (4); Austrian Depositary Certificate (3)

Fuente: www.borsaitaliana.it/analysis-and-statistics/historical-statistics/capitalisation/march-2014/shares-capitalisation-March-2014

www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly-statistics/cash-market-monthly-statistics-31-mar-2014;

www.athex.gr/ENA/companies; www.deutsche-boerse.com/listing/statistics/primary-market-statistics/new-companies-in-open-market

www.ise.ie/market-data/publications&statistics/monthly/ISE-monthly-reports-2014; www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/statistics;

www.bolsasymercados.es/mab/empresas-cotizadas/lista-de-empresas; www.newconnect.pl/statistics;

www.en.wienerborse.at/investors/companies.

Bolsas que promueven los mercados: AIM Italia(MAC) -Borsa Italiana; Alternext-NyseEuronext; The Alternative Market (ENA)-Athens Exchange (ATHEX);

Entry Standard-Deutsche Börse; Enterprise Securities Market (ESM)-Irish Stock Exchange; First North-NasdaqOMX;

Mercado Alternativo Bursátil (MAB-EE)- Bolsas y Mercados Españoles; New Connect-Warsaw Stock Exchange; Third Market-Wiener Börse AG

En la Tabla 9 se representa el tamaño de las empresas según su valor de mercado. La Tabla se divide en dos partes: en la primera se representan las empresas vivas al 31 de marzo de 2014 por rangos de capitalización bursátil y en la segunda parte se clasifican las empresas conforme al criterio seguido por la Federación de Bolsas Europeas-FESE en algunos de sus estudios estadísticos.

Los datos de la primera parte nos muestran que el mayor porcentaje de empresas, un 27%, tienen un valor de mercado inferior a 2 millones de euros. Este porcentaje se debe a la alta concentración en

este rango de empresas del mercado New Connect, el 54% del total del mercado. En el resto de los mercados las empresas se distribuyen entre los tramos de capitalización superior. En el polaco New Connect el 95% de las empresas tienen un valor de mercado inferior a 25 millones de euros y le sigue de cerca el mercado griego con el 93% de sus empresas. En el resto de los mercados el porcentaje de empresas con una capitalización inferior a 25 millones de euros es menor.

Los datos de la segunda parte del cuadro nos muestran que la mayor parte de las empresas (85%) de estos mercados son “Microempresas”, capitalización hasta 50 millones de euros y el 11% de la población total son “Pequeñas Empresas” su capitalización es mayor a 50 millones de euros pero inferior a 150 millones de euros. La concentración de Microempresas en el New Connect alcanza al 98% de su población total y en el griego ENA al 100%. En el resto de los mercados este porcentaje es menor y en especial destaca el menor porcentaje de Microempresas del irlandés ESM en el que representan un 38% y en el español MAB-EE donde tienen un peso del 57%. En el mercado irlandés también destaca el porcentaje del 38% de las empresas de tamaño mediano y el 8% de las empresas de tamaño grande. La mayoría de empresas de este mercado también están registradas en el AIM.

TABLA 9. Mercados alternativos de valores europeos: Distribución de empresas por rangos de capitalización (1)

| Capitalización (Mill.€) | (% de capitalización) | | | | | | | | | Total |
|-------------------------|-----------------------|-----------|------|----------------|------|-------------|--------|-------------|-----------------|-------|
| | AIM Italia-MAC | Alternext | ENA | Entry Standard | ESM | First North | MAB-EE | New Connect | Third Market(2) | |
| 0-2 | 2% | 4% | 0% | 5% | 0% | 7% | 0% | 54% | 19% | 27% |
| 2-5 | 7% | 9% | 29% | 18% | 4% | 17% | 0% | 19% | 12% | 15% |
| 5-10 | 20% | 14% | 43% | 14% | 15% | 24% | 19% | 13% | 12% | 15% |
| 10-25 | 20% | 24% | 21% | 30% | 8% | 18% | 19% | 9% | 15% | 16% |
| 25-50 | 27% | 20% | 7% | 10% | 12% | 19% | 19% | 3% | 15% | 11% |
| 50-100 | 15% | 18% | 0% | 13% | 12% | 8% | 14% | 1% | 12% | 8% |
| 100-250 | 10% | 8% | 0% | 7% | 19% | 4% | 19% | 1% | 4% | 5% |
| 250-500 | 0% | 2% | 0% | 0% | 19% | 1% | 0% | 0% | 0% | 1% |
| 500-1000 | 0% | 1% | 0% | 3% | 4% | 1% | 5% | 0% | 8% | 1% |
| más de 1000 | 0% | 1% | 0% | 0% | 8% | 0% | 5% | 0% | 0% | 0% |
| no valoradas (3) | | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 4% | 0% |
| suspendidas | | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

Criterio de clasificación seguido en Arcot, Black y Owen (2007) y AIM market Factsheet-march 2014

| Capitalización (Mill.€) | AIM Italia-MAC | Alternext | ENA | Entry Standard | ESM | First North | MAB | New Connect | Third Market(2) | Total |
|----------------------------|----------------|-----------|------|----------------|------|-------------|------|-------------|-----------------|-------|
| Microempresa (< 50 Mill€) | 76% | 71% | 100% | 77% | 38% | 86% | 57% | 98% | 73% | 85% |
| Pequeña (>=50<150 Mill€) | 20% | 23% | 0% | 16% | 15% | 12% | 33% | 2% | 15% | 11% |
| Mediana (>=150 <1000Mill€) | 5% | 5% | 0% | 7% | 38% | 2% | 5% | 0% | 8% | 4% |
| Grande (>= 1000 Mill€) | 0% | 1% | 0% | 0% | 8% | 0% | 5% | 0% | 0% | 0% |
| No valoradas(3) | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 4% | 0% |
| | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

Criterio de clasificación seguido en algunos estudios estadísticos de la Federación de Bolsas Europeas-FESE

(1) Empresas vivas se refiere a empresas registradas y cotizando al 31 de marzo de 2014

(2)excluidos: Participation Certificates(1);Profit Shareing Rights (4);Austrian Depositary Certificate (3)

(3) No valoradas: una empresa alemana del Third Market de la que no se localiza en la web el nº de acciones del capital social.

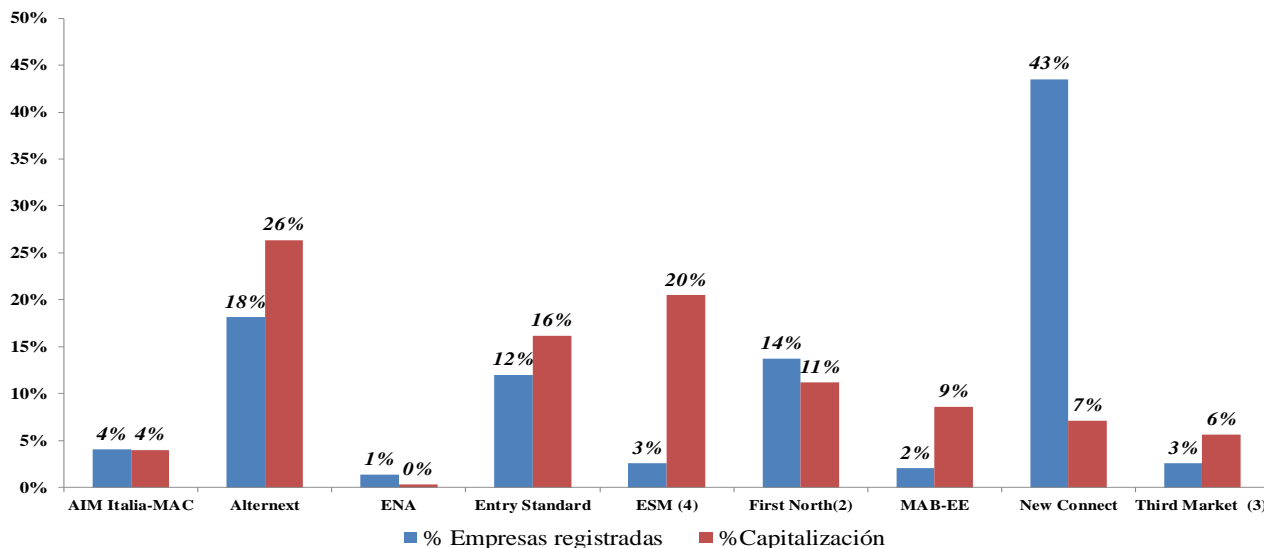
Fuente: www.borsaitaliana.it/analysis-and-statistics/historical-statistics/capitalisation/march-2014/shares-capitalisation-March-2014
www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly-statistics/cash-market-monthly-statistics-31-mar-2014;
www.athex.gr/ENA/companies; www.deutsche-boerse.com/listing/statistics/primary-market-statistics/new-companies-in-open-market
www.ise.ie/market-data/publications&statistics/monthly/ISE-monthly-reports-2014; www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/statistics;
www.bolsasymercados.es/mab/empresas-cotizadas/lista-de-empresas; www.newconnect.pl/statistics;
www.en.wienerborse.at/investors/companies.

Bolsas que promueven los mercados: AIM Italia(MAC)-Borsa Italiana; Alternext-NyseEuronext;The Alternative Market (ENA)-Athens Exchange; Entry Standard-Deutsche Börse; Enterprise Securities Market (ESM)-Irish Stock Exchange; First North-NasdaqOMX; Mercado Alternativo Bursátil (MAB-EE)- Bolsas y Mercados Españoles; New Connect-Warsaw Stock Exchange; Third Market-Wiener Börse AG

Por último, en el Gráfico 4 se muestra el tamaño de cada uno de los mercados, englobados bajo el término de “Resto Mercados”, según el número de empresas registradas y su valor de mercado a finales de marzo de 2014. La imagen muestra el menor tamaño de los negocios del mercado polaco. Este mercado por el número de empresas ocupa la primera posición, con un peso del 43% en el conjunto del área, pero por su capitalización bursátil baja a ocupar el sexto lugar con un 7%.

Situación contraria es la de los mercados irlandés, español y austriaco. El mercado irlandés, mientras que por el número de empresas, tiene un peso del 3%, por su capitalización representa el 20% de la capitalización total de los mercados. Esto es consecuencia de que el 50% de sus empresas tienen una capitalización superior a 100 millones de euros. Situación parecida es la del mercado español que aporta el 2% de las compañías pero el 9% de la capitalización, debido a que a finales de marzo estaban negociando en el mercado dos empresas con una capitalización superior a 500 millones de euros (Gowex y Carbures Europe). También el mercado austriaco Third Market cuenta con 2 empresas situadas en el rango de 500 a 1000 millones de capitalización que justifican el que este mercado represente por empresas vivas un 3% y por capitalización un 6%.

GRÁFICO 4. Dimensión de los mercados alternativos de valores europeos por empresas registradas y capitalización (1)



(1) Empresas registradas y cotizando al 31 de marzo de 2014

(2) excluidos: derechos de suscripción, warrants y bonos convertibles

(3) excluidos: Participation Certificates(1); Profit Shareing Rights (4); Austrian Depositary Certificate (3)

(4) se excluye la empresa Allied Irish Bank PLC del ESM por superar su capitalización (72.976,56 M. €) a la capitalización global del conjunto de empresas del resto de los mercados.

Elaboración propia

Fuente: [www.borsaitaliana.it/analysis-and-statistics/historical-statistics/capitalisation/march 2014/shares capitalisation-March 2014](http://www.borsaitaliana.it/analysis-and-statistics/historical-statistics/capitalisation/march-2014/shares-capitalisation-March-2014)
[www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly statistics/cash market-monthly statistics 31 mar 2014](http://www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly-statistics/cash-market-monthly-statistics-31-mar-2014);
www.athex.gr/ENA/companies; [www.deutsche-boerse.com/listing/statistics/primary market statistics/new companies in open market](http://www.deutsche-boerse.com/listing/statistics/primary-market-statistics/new-companies-in-open-market)
[www.ise.ie/market data/publications &statistics/monthly/ISE monthly reports 2014](http://www.ise.ie/market-data/publications-&statistics/monthly/ISE-monthly-reports-2014); www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/statistics;
[www.bolsasymercados.es/mab/empresas cotizadas/lista de empresas](http://www.bolsasymercados.es/mab/empresas-cotizadas/lista-de-empresas); www.newconnect.pl/statistics;
www.en.wienerborse.at/investors/companies;

El resumen del análisis de mercados expuesto en las dos secciones anteriores muestra que, a finales de marzo de 2014, en los diez mercados europeos analizados estaban cotizando 2.108 compañías y su valor de mercado era de 133.900 millones de euros. El mercado inglés destaca con diferencia tanto por el número de empresas registradas como por su valor de mercado. En el Alternative Investment Market se encontraban cotizando el 52% de la población de compañías y a ellas correspondía el 70% de la capitalización del conjunto de los mercados. El segundo lugar, por número de compañías registradas, le correspondía al mercado polaco New Connect con el 21% del total de los registros, pero el menor tamaño de sus empresas coloca a este mercado en los últimos lugares del ranking de la capitalización con un 2% del valor global de los mercados. Alternext, First North y Entry Standard en conjunto aportan el mismo número de empresas que el mercado polaco, 21%, pero como sus negocios son de mayor tamaño, la aportación de cada uno de ellos a la capitalización global de los mercados es mayor que la aportación del mercado polaco. En el resto de los mercados destaca el tamaño de las empresas del irlandés ESM que supone el 1% de la población global de empresas registradas pero el 6% de su valor de bursátil.

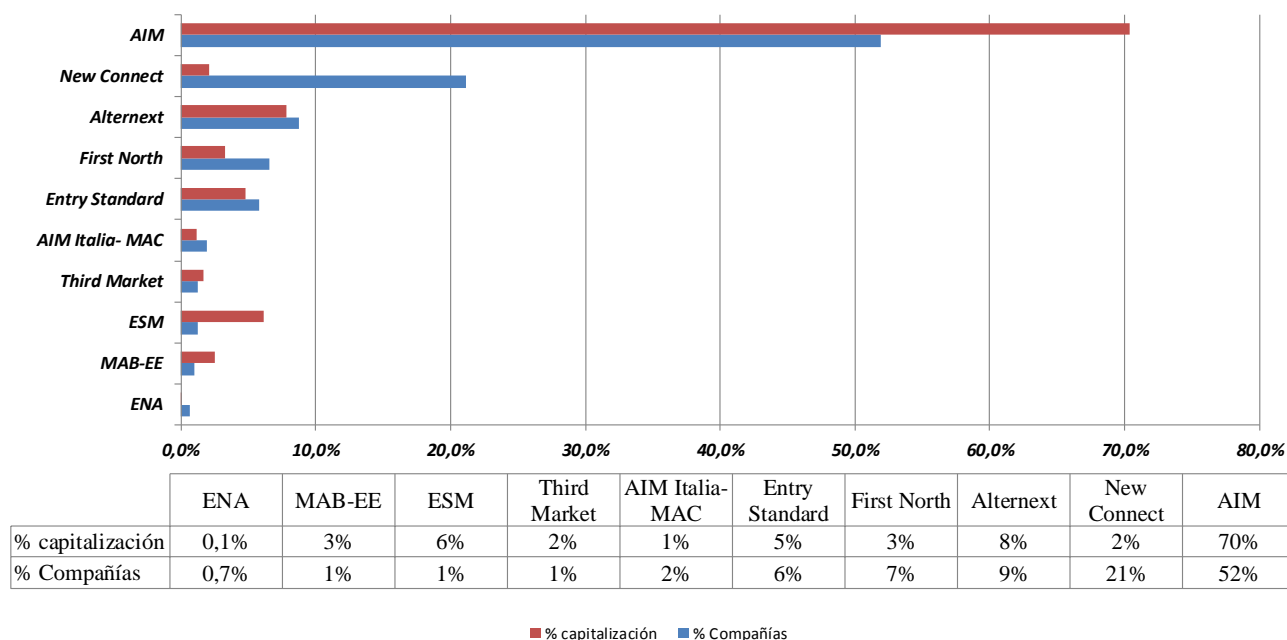
Teniendo en cuenta, la fecha en la que el mercado inicia sus operaciones, el número de las empresas registradas en cada mercado, las industrias a las que pertenecen estas empresas y su tamaño por la capitalización bursátil que alcanzan, esta situación de mercados alternativos de valores europeos se podría representar en cuatro grupos: el primer grupo lo formaría el inglés AIM; la vida operativa de este mercado es más larga y su dimensión por número de empresas y tamaño de estas empresas también es mayor. El segundo grupo podría englobar al mercado Alternext, al alemán Entry Standard y al nórdico First North; estos tres mercados se crean en el año 2005 y, por el número y tamaño de sus empresas y por las industrias de las que éstas proceden, podría considerarse que su dimensión es similar. El tercero grupo sería el mercado polaco New Connect y el cuarto grupo lo formarían los mercados del sur de Europa, el español MAB-EE, el italiano AIM Italia-MAC y el griego ENA a los que se unen el irlandés ESM y el austriaco Third Market. Detrayendo del total de los mercados analizados la influencia del inglés AIM, en el área de “Resto Mercados” estarían presentes 1.014 empresas con un valor de mercado de 39.652 millones de euros y se repartirían en un 44% en el grupo de Alternext, First North y Entry Standard con el 54% de la capitalización; un 43% corresponderían a New Connect con el 7% de la capitalización y al grupo restante, español MAB-EE, italiano AIM Italia-MAC, griego ENA, irlandés ESM y austriaco Third Market corresponderían el 13% de las compañías y el 39% de la capitalización.

Con relación a la distribución sectorial las principales industrias que aportan empresas a los mercados son Actividad Industrial, Finanzas, Servicios al Consumidor y Tecnología. Comparando las dos

zonas “AIM” y “Resto Mercados”, los valores de Tecnología y de Servicios al Consumidor tienen mayor importancia en el área “Resto Mercados” que en el mercado inglés, mientras que en el “AIM” tienen mayor importancia las industrias de Materias Básicas y Petróleo y Gas. En cuanto al tamaño de los negocios, la mayoría de las empresas son “Microempresas” al tener una capitalización inferior a 50 millones de euros, si bien en el AIM todas las compañías son más grandes que las registradas en “Resto Mercados”. Mientras que, las Microempresas en el caso del área de “Resto Mercados” suponen el 85% de los registros en el “AIM” estas representan un 67,6% del total de sus empresas.

Los Gráficos 5, 6, 7, 8 y 9 que se incluyen a continuación ilustran lo anteriormente escrito.

GRÁFICO 5. Dimensión de los mercados alternativos de valores europeos por empresas registradas y capitalización bursátil (1)



(1) Empresas registradas y cotizando al 31 de marzo de 2014

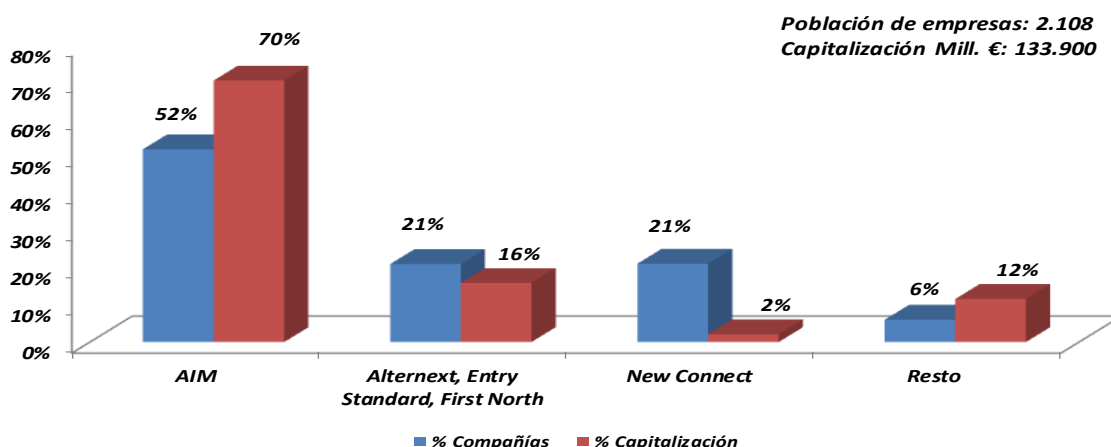
Elaboración propia

T.c. 31-3-.2014 Libra/Euro:0,8282 , Fuente: www.bde.es;

Fuente: [www.borsaitaliana.it/analysis and statistics/historical statistics/capitalisation/march 2014/shares capitalisation-March 2014](http://www.borsaitaliana.it/analysis%20and%20statistics/historical%20statistics/capitalisation/march%202014/shares%20capitalisation-March%202014)
[www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly statistics/cash market-monthly statistics](http://www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly%20statistics/cash%20market-monthly%20statistics) 31 mar 2014;
[www.athex.gr /ENA/companies](http://www.athex.gr/ENA/companies); [www.deutsche boerse.com/listing/statistics/primary market statistics/new companies in open market](http://www.deutsche-boerse.com/listing/statistics/primary%20market%20statistics/new%20companies%20in%20open%20market)
[www.ise.ie/market data/publications &statistics/monthly/ISE monthly reports 2014](http://www.ise.ie/market%20data/publications%20&statistics/monthly/ISE%20monthly%20reports%202014); www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/statistics;
[www.bolsasymercados.es/mab/empresas cotizadas/lista de empresas](http://www.bolsasymercados.es/mab/empresas%20cotizadas/lista%20de%20empresas); www.newconnect.pl/statistics;
www.en.wienerborse.at/investors/companies; www.londonstockexchange.com/statistics/historic/aim/mar-14

Resto mercados: AIM Italia-MAC -Borsa Italiana; Alternext-NyseEuronext; The Alternative Market (ENA)-Athens Exchange;
 Entry Standard-Deutsche Börse; Enterprise Securities Market (ESM)-Irish Stock Exchange; First North-NasdaqOMX;
 Mercado Alternativo Bursátil (MAB-EE)-Bolsas y Mercados Españoles; New Connect-Warsaw Stock Exchange;
 Third Market-Wiener Börse AG

GRÁFICO 6. Espectro de mercados alternativos de valores europeos por número de empresas registradas y capitalización bursátil (1)



(1) Empresas registradas y cotizando al 31 de marzo de 2014

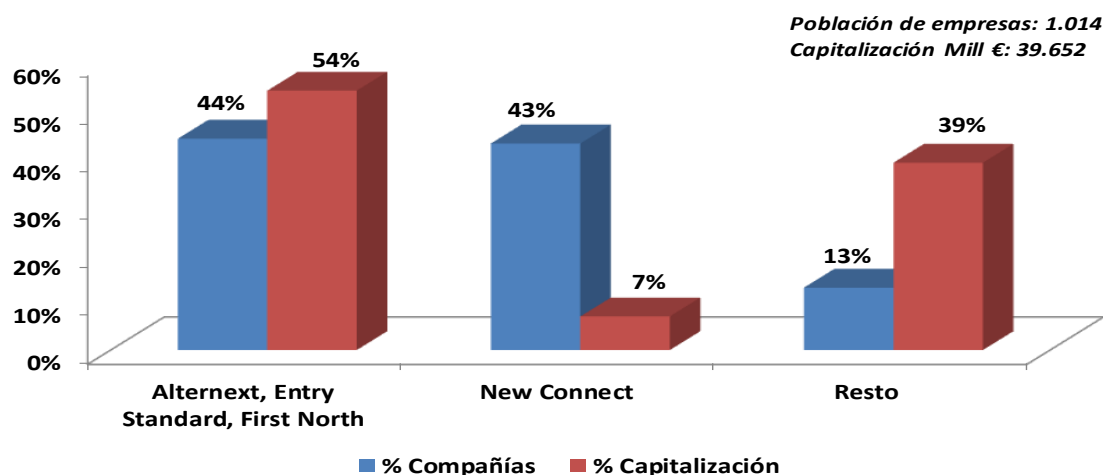
Elaboración propia

Resto incluye: AIM Italia-MAC; ENA; ESM; MAB-EE; Third Market;

T.c. 31-3-2014 Libra/Euro:0,8282; Fuente: www.bde.es;

Fuente: [www.borsaitaliana.it/analysis and statistics/historical statistics/capitalisation/march 2014/shares capitalisation-March 2014](http://www.borsaitaliana.it/analysis-and-statistics/historical-statistics/capitalisation/march-2014/shares-capitalisation-March-2014)
[www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly statistics/cash market-monthly statistics 31 mar 2014](http://www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly-statistics/cash-market-monthly-statistics-31-mar-2014);
www.athex.gr/ENA/companies; [www.deutsche boerse.com/listing/statistics/primary market statistics/new companies in open market](http://www.deutsche-boerse.com/listing/statistics/primary-market-statistics/new-companies-in-open-market)
[www.ise.ie/market data/publications &statistics/monthly/ISE monthly reports 2014](http://www.ise.ie/market-data/publications-&statistics/monthly/ISE-monthly-reports-2014); www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/statistics;
[www.bolsasymercados.es/mab/empresas cotizadas/lista de empresas](http://www.bolsasymercados.es/mab/empresas-cotizadas/lista-de-empresas); www.newconnect.pl/statistics;
www.en.wienerborse.at/investors/companies; www.londonstockexchange.com/statistics/historic/aim/mar-14

GRÁFICO 7. Espectro de mercados alternativos de valores europeos por empresas registradas y capitalización, excluido el Alternative Investment Market (1)



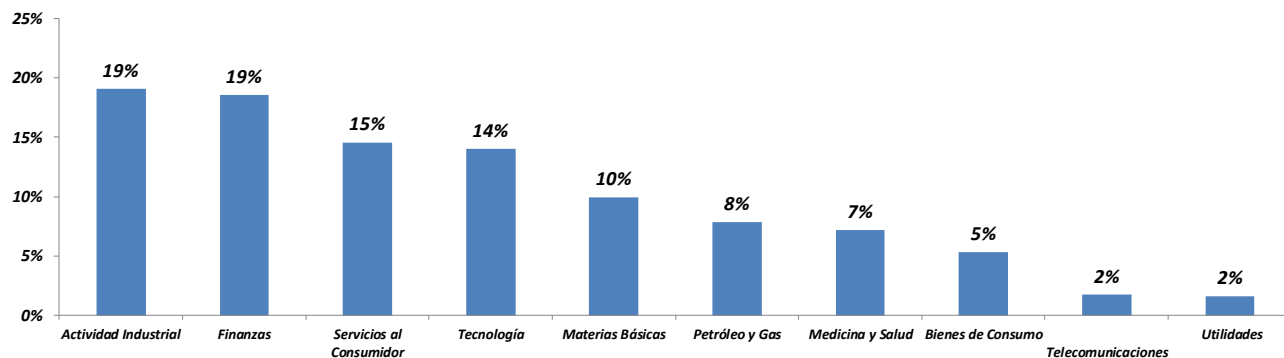
(1) Empresas registradas y cotizando al 31 de marzo de 2014

Elaboración propia

Resto incluye: AIM Italia-MAC; ENA; ESM; MAB-EE; Third Market;

Fuente: [www.borsaitaliana.it/analysis and statistics/historical statistics/capitalisation/march 2014/shares capitalisation-March 2014](http://www.borsaitaliana.it/analysis-and-statistics/historical-statistics/capitalisation/march-2014/shares-capitalisation-March-2014)
[www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly statistics/cash market-monthly statistics 31 mar 2014](http://www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly-statistics/cash-market-monthly-statistics-31-mar-2014);
www.athex.gr/ENA/companies; [www.deutsche boerse.com/listing/statistics/primary market statistics/new companies in open market](http://www.deutsche-boerse.com/listing/statistics/primary-market-statistics/new-companies-in-open-market)
[www.ise.ie/market data/publications &statistics/monthly/ISE monthly reports 2014](http://www.ise.ie/market-data/publications-&statistics/monthly/ISE-monthly-reports-2014); www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/statistics;
[www.bolsasymercados.es/mab/empresas cotizadas/lista de empresas](http://www.bolsasymercados.es/mab/empresas-cotizadas/lista-de-empresas); www.newconnect.pl/statistics;
www.en.wienerborse.at/investors/companies; www.londonstockexchange.com/statistics/historic/aim/mar-14

GRÁFICO 8. Distribución industrial de las empresas registradas en los mercados alternativos de valores europeos (1)



(1) Empresas registradas y cotizando al 31 de marzo de 2014

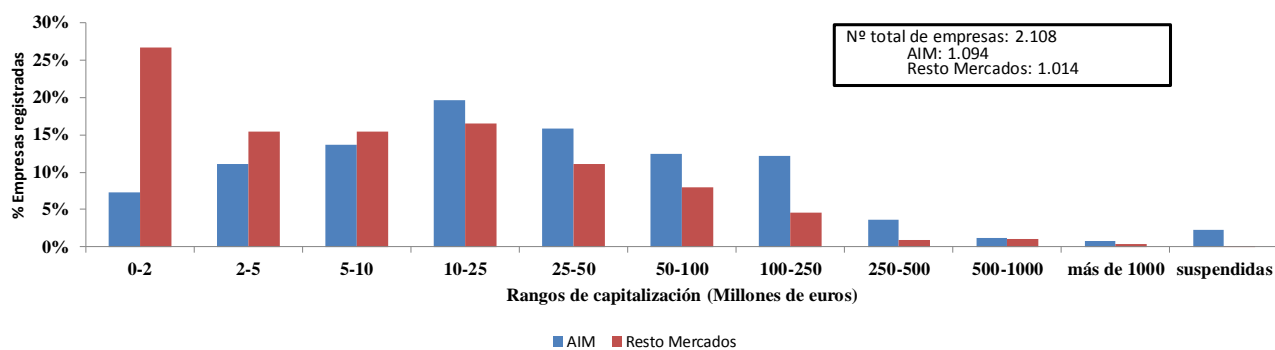
Elaboración propia

Clasificación sectorial: Industry Classification Benchmark-ICB

Fuente: [www.borsaitaliana.it/analysis-and-statistics/historical-statistics/capitalisation/march 2014/shares capitalisation-March 2014](http://www.borsaitaliana.it/analysis-and-statistics/historical-statistics/capitalisation/march-2014/shares-capitalisation-March-2014); [www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly statistics/cash market-monthly statistics 31 mar 2014](http://www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly-statistics/cash-market-monthly-statistics-31-mar-2014); www.athex.gr/ENA/companies; [www.deutsche-boerse.com/listing/statistics/primary market statistics/new companies in open market](http://www.deutsche-boerse.com/listing/statistics/primary-market-statistics/new-companies-in-open-market); [www.ise.ie/market data/publications &statistics/monthly/ISE monthly reports 2014](http://www.ise.ie/market-data/publications&statistics/monthly/ISE-monthly-reports-2014); www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/statistics; [www.bolsasymercados.es/mab/empresas cotizadas/lista de empresas](http://www.bolsasymercados.es/mab/empresas-cotizadas/lista-de-empresas); www.newconnect.pl/statistics; www.en.wienerborse.at/investors/companies; www.londonstockexchange.com/statistics/historic/aim/mar-14

Mercados: AIM-Bolsa de Londres; AIM Italia-MAC -Borsa Italiana; Alternext-NyseEuronext; The Alternative Market (ENA)-Athens Exchange; Entry Standard-Deutsche Börse; Enterprise Securities Market (ESM)-Irish Stock Exchange; First North-NasdaqOMX; Mercado Alternativo Bursátil (MAB-EE)-Bolsas y Mercados Españoles; New Connect-Warsaw Stock Exchange; Third Market-Wiener Börse AG

GRÁFICO 9. AIM y “Resto Mercados”: Distribución de empresas por rangos de capitalización (1)



(1) Empresas registradas y cotizando al 31 de marzo de 2014

Elaboración propia

T.c. 31-3-2014 Libra/Euro:0,8282; Fuente: www.bde.es;

Fuente: [www.borsaitaliana.it/analysis-and-statistics/historical-statistics/capitalisation/march 2014/shares capitalisation-March 2014](http://www.borsaitaliana.it/analysis-and-statistics/historical-statistics/capitalisation/march-2014/shares-capitalisation-March-2014); [www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly statistics/cash market-monthly statistics 31 mar 2014](http://www.europeanequities.nyx.com/resource-library/reports&statistics/monthly-statistics/cash-market-monthly-statistics-31-mar-2014); www.athex.gr/ENA/companies; [www.deutsche-boerse.com/listing/statistics/primary market statistics/new companies in open market](http://www.deutsche-boerse.com/listing/statistics/primary-market-statistics/new-companies-in-open-market); [www.ise.ie/market data/publications &statistics/monthly/ISE monthly reports 2014](http://www.ise.ie/market-data/publications&statistics/monthly/ISE-monthly-reports-2014); www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth/statistics; [www.bolsasymercados.es/mab/empresas cotizadas/lista de empresas](http://www.bolsasymercados.es/mab/empresas-cotizadas/lista-de-empresas); www.newconnect.pl/statistics; www.en.wienerborse.at/investors/companies; www.londonstockexchange.com/statistics/historic/aim/mar-14

Resto Mercados: AIM Italia-MAC -Borsa Italiana; Alternext-NyseEuronext; The Alternative Market (ENA)-Athens Exchange; Entry Standard-Deutsche Börse; Enterprise Securities Market (ESM)-Irish Stock Exchange; First North-NasdaqOMX; Mercado Alternativo Bursátil (MAB-EE)-Bolsas y Mercados Españoles; New Connect-Warsaw Stock Exchange; Third Market-Wiener Börse AG

3.4 Principales aspectos de la regulación y normas de funcionamiento

Los mercados financieros no solo son un grupo de compradores y vendedores que formalizan en ellos sus operaciones. Estos mercados financieros también son un juego de normas y principios que gobiernan su comportamiento y determinan la naturaleza del activo que puede ser negociado en ellos. A este respecto, en las normas de los distintos modelos de mercado de valores creados en Europa existían barreras de entrada que aseguraban que solo las compañías grandes y establecidas podían registrar sus acciones en los mercados de valores europeos.

El objetivo de esta sección es identificar el conjunto de normas de los modelos de mercados alternativos de valores abiertos en Europa, tras la trasposición de la directiva MIFID²⁰ a las normas nacionales, revisar su regulación, conocer su normativa y su funcionamiento; con ello, se busca descubrir si son mercados homogéneos o, si por el contrario, existen diferencias en el modelo de mercado en función de cuales sean sus exigencias de registro y sus exigencias posteriores de difusión de información para poder permanecer negociando en ellos.

El procedimiento que se sigue en el análisis comienza con la revisión de la regulación que les aplica, en segundo lugar se comenta el modelo de mercado según los requisitos establecidos para la admisión de los valores y los requisitos posteriores de difusión de información y se concluye comentando sus normas de funcionamiento.

3.4.1 Regulación

Uno de los objetivos de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros, conocida en el sector por las siglas de su nombre en inglés, MIFID, es facilitar el establecimiento de plataformas de negociación y así evitar el que los estados miembros concentren la negociación en un único mercado, las bolsas. Con este objetivo la directiva trata de estimular la competencia en los mercados de valores y de armonizar sus exigencias regulatorias. La norma reconoce tres centros de negociación en los que se puede fijar el precio de un

²⁰ La Directiva 2004/39/CE y sus posteriores modificaciones (Directivas: 2006/31/CE, 2007/44/CE, 2008/10/CE y 2010/78/UE), se han refundido en la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican las Directivas 2002/92/CE y 2011/61/UE [DO L 173 de 12.6.2014, p.349]. Asimismo, la Directiva 2004/39/CE se ha sustituido parcialmente por el Reglamento (UE) n° 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n° 648/2012 [DO L 173 de 12.6.2014, p.84].

La MiFID II, que es la refundición parcial de la anterior MiFID y de sus posteriores modificaciones, y el Reglamento (UE) n° 600/2014 formarán, desde su entrada en vigor, el marco legislativo regulador de los requisitos aplicables a las empresas de inversión, los mercados regulados, los proveedores de servicios de suministro de datos y las empresas de terceros países que presten servicios o realicen actividades de inversión en la Unión.

valor: el mercado regulado, los sistemas multilaterales de negociación y los internalizadores sistemáticos²¹.

Con relación a los sistemas multilaterales de negociación-SMN la MIFID lo recoge para referirse a un servicio financiero que en el momento de la redacción de la Directiva ya existía al servicio del inversor. Los SMN ya eran una realidad de mercado puesto que estas plataformas de negociación organizada ya existían en la realidad.

A este respecto en el considerando 5 de la norma se señala que “hay que reconocer la aparición, paralelamente a los mercados regulados, de una nueva generación de sistemas de negociación organizada que deben estar sometidos a ciertas obligaciones para preservar el funcionamiento eficiente y ordenado de los mercados financieros. Para establecer un marco regulador equilibrado, debe disponerse la inclusión de un nuevo servicio de inversión relacionado con el funcionamiento de los Sistemas Multilaterales de Negociación-SMN”.

Dentro de esta norma europea la gestión de un Sistema Multilateral de Negociación-SMN se considera un servicio de inversión que puede ser realizado por las empresas de inversión y por los gestores de los mercados regulados, Considerando 5 y Anexo 1.

Por otra parte la Directiva en el considerando 6 también describe el término “Sistema” y en este sentido señala que es un término que engloba a todos aquellos mercados que operan sobre la base de un conjunto de normas y una plataforma de negociación, así como a los que operan sólo con arreglo a un conjunto de normas. Un mercado compuesto únicamente por un conjunto de normas que regulan aspectos relacionados con: la condición de miembro, la admisión de instrumentos a negociación, la negociación entre miembros y las obligaciones de información y, en su caso, de transparencia es, según lo definido en la presente Directiva, un Mercado Regulado o un Sistema Multilateral de Negociación.

Por tanto, los nuevos mercados alternativos de negociación creados por las bolsas europeas para las pequeñas y medianas empresas nacen de una realidad que ya existía en los mercados financieros, los sistemas multilaterales de negociación-SMN, y estos SMN son el embrión de los mencionados mercados.

Estos nuevos mercados no son mercados regulados en el sentido definido en la Directiva MIFID (Título I- art. 4.14 y Título III- art. 47), no son mercados autorizados por la autoridad competente del estado miembro al que pertenezcan, ni tampoco figuran en la lista de mercados regulados publicada

²¹ Directiva 2004/39/CE, Título I- art. 4. 7); 14) y 15)

por la Comisión Europea, en el Diario Oficial de la Unión Europea y en el sitio de Internet de la propia Comisión. Estos nuevos mercados son creados por las bolsas, ellas son las que definen sus normas de acceso y de funcionamiento, y su gestión se califica como un servicio de inversión prestado por las Bolsas, Anexo 1 de la Directiva.

Con relación a los gestores la norma en su artículo 14 señala que deben:

“Establecer normas de transparencia y no discriminación y procedimientos para una negociación clara y adecuada y para establecer criterios objetivos para la ejecución eficiente de las órdenes”.

“Establecer normas transparentes respecto al criterio para determinar los instrumentos financieros que pueden negociarse en sus sistemas”.

“Establecer y mantener normas transparentes basadas en criterios objetivos que regulen el acceso a sus sistemas”.

“Asegurar que se puede obtener información pública suficiente para formarse una opinión sobre las inversiones teniendo en cuenta la naturaleza de los usuarios y los tipos de instrumentos negociados.

“Informar a sus usuarios de sus responsabilidades con relación a la liquidación de las operaciones ejecutadas en los sistemas del SMN y facilitar su liquidación efectiva”.

En cuanto a la transparencia e integridad de los nuevos mercados sus promotores deben: establecer y mantener mecanismos y procedimientos para supervisar el cumplimiento de sus normas por parte de sus usuarios y gestionar las transacciones de forma que puedan identificar posibles incumplimientos o actuaciones no ordenadas de negociación que puedan suponer abuso de mercado. Las Bolsas que promueven y gestionan los nuevos mercados de valores están obligadas a comunicar las infracciones que se cometan en ellos a la autoridad competente del mercado de valores al objeto de investigar y perseguir las posibles prácticas de abuso de mercado. Además tienen que cumplir las instrucciones recibidas de su autoridad competente respecto a la exclusión o suspensión de un instrumento financiero de la negociación, art 14-7.

Las Bolsas a la hora de definir estas nuevas fórmulas de mercados informan que no tienen el estatus de mercado regulado de la Unión Europea como se define en la Directiva de los Mercados de Instrumentos Financieros del 21 de abril del 2004. La descripción de estos mercados, como “Mercados No Regulados” puede llevar a la confusión de que estas nuevas fórmulas se crean sin

ningún tipo de amparo, siendo ésta una de las principales críticas recibidas por este nuevo tipo de mercados.

En este sentido, la Bolsa de Frankfurt explica en su web (www.börse-frankfurt.de) que las compañías pueden registrarse en los segmentos del mercado, regulados por la normativa de la Unión Europea, EU-regulated market segments, el “Mercado Oficial” o el “Mercado Regulado” o pueden optar por incluir sus acciones y solicitar la admisión a negociación en el segmento “Open Market-Entry Standard” que es un segmento de mercado no regulado de forma oficial, sino por la Bolsa de Frankfurt de forma privada, es un Regulated Unofficial Market.

De esta forma, esta Bolsa señala que todos sus segmentos de mercado están regulados y utiliza los términos “oficial” y “no oficial” en función de que estén sujetos a las leyes públicas elaboradas por el legislador comunitario o a las leyes privadas elaboradas por la propia Bolsa de Frankfurt.

Siguiendo el criterio utilizado por la Bolsa de Frankfurt se tratará de identificar a qué tipo de normas “públicas” o “privadas” están sujetos, por un lado, los distintos agentes que intervienen en la creación y en el funcionamiento del mercado, como son: las bolsas, los emisores y sus títulos, los participantes y los especialistas del mercado, los inversores... y, por otro, los distintos procesos que se desencadenan en el registro y admisión a negociación de un valor en el mercado y en su posterior permanencia en él es decir: la negociación de los valores, la determinación del precio de las operaciones y su liquidación, la difusión de información y la transparencia del mercado...).

En el análisis, la combinación de los calificativos de “regulado”, “oficial” y “no oficial” se interpretará de la siguiente forma:

- ✓ Mercado regulado oficial: se refiere a un mercado basado en leyes públicas elaboradas por el legislador comunitario.
- ✓ Mercado regulado no oficial: se refiere a un mercado o segmento de mercado basado en leyes privadas elaboradas por las bolsas que lo promueve.

a) Agentes que intervienen en la creación y en el funcionamiento de un “Mercado Regulado No Oficial”.

a₁) Los organismos que crean y gestionan este tipo de “mercado regulado no oficial”, las bolsas, están sujetas a las leyes públicas creadas por el regulador europeo, entre ellas le es de aplicación la Directiva MIFID transpuesta a las regulaciones nacionales.

a₂) Los emisores del “mercado regulado no oficial”. Las compañías que pueden acceder y negociar en el “mercado regulado no oficial” son sociedades cuyo capital está dividido en acciones, es decir, sociedades anónimas a las que les es de aplicación la Ley de Sociedades Anónimas²² del estado en el que tengan su sede social. Además las sociedades que acceden al nuevo “mercado regulado no oficial” están obligadas a la elaboración y presentación de su información contable en: Normas Internacionales de Información Financiera, USGAAP o en normas contables nacionales.

a₃) Los títulos para ser admitidos a la negociación en un “mercado regulado no oficial” deben disponer de un código ISIN- International Securities Identification Number. Este código se desarrolla conforme al estándar internacional ISO 6166. Las Agencias Nacionales de Codificación son las responsables de asignar el código ISIN a las emisiones de valores de cada país. En el caso español, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en sus funciones de Agencia Nacional de Codificación de Valores es la responsable de asignar los códigos ISIN a los instrumentos financieros españoles y se rige por dos disposiciones legales publicadas en 2010, la Circular 2/2010, de 28 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores sobre valores y otros instrumentos de naturaleza financiera codificables y procedimientos de codificación y la Norma técnica 1/2010, de 28 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en sus funciones de codificación de valores negociables y otros instrumentos de naturaleza financiera, sobre estructura de los códigos.

a₄) Los Inversores del nuevo “mercado regulado no oficial”, uno de los cambios más novedosos de la Directiva MIFID en las normas de conducta de las entidades con sus clientes, es que éstas deben clasificarlos en una de las dos categorías: minorista o profesional. Esta clasificación determinará el mayor o menor grado de protección del cliente.

Todas las bolsas que gestionan los nuevos “mercados regulados de manera no oficial” informan de que las exigencias de difusión de información a los emisores que acceden a cotizar en ellos son menores a las que se exigen a los emisores que acceden a cotizar a los mercados regulados de manera oficial. Por ello, advierten de que los títulos que se negocian en estos mercados van dirigidos principalmente a los inversores institucionales conforme se definen en las normas comunitarias.

²² A modo de ejemplo, a los emisores del Reino Unido les aplica “The Companies Act 1985”; a los emisores españoles “La Ley de Sociedades Anónimas”; a los emisores alemanes “The German Stock Corporation Act” o a los emisores polacos “The Code of Commercial Companies Act”

a₅) Los miembros del “mercado regulado no oficial” y las actividades que en él se desarrollan están sujetos a la Directiva MIFID. Las actividades de inversión, son el negocio principal de las empresas de inversión y éstas para poder realizarlas deben ser autorizadas por la autoridad competente del país miembro que corresponda. A las empresas de inversión les es de aplicación la Directiva MIFID.

b) Procesos de registro, admisión a negociación y permanencia en un “Mercado Regulado No Oficial”.

b₁) Registro y custodia de los títulos, el registro de un emisor y de sus valores en un “mercado regulado no oficial” exige que previamente los títulos a admitir a negociar se registren y sean custodiados por la institución correspondiente conforme estándares internacionales ISO6166.

b₂) Admisión a negociación del emisor y de sus títulos. El acceso de un emisor y de sus títulos a los nuevos mercados de valores debe realizarse conforme a las normas definidas por las Bolsas que promueven la creación y realizan la gestión del “mercado regulado no oficial”.

b₃) Permanencia del emisor y de sus títulos, las exigencias regulatorias de permanencia en el “mercado regulado no oficial” las determinan la Bolsa que promueve su creación y realiza su gestión.

c) Proceso de negociación, fijación del precio y liquidación de las operaciones en un “Mercado Regulado No Oficial”.

c₁) Negociación de los títulos, en general la negociación en los nuevos “mercados de valores regulados de manera no oficial” se basa en las normas que regulan la negociación del mercado regulado oficial de la bolsa que promueve su creación y realiza su gestión.

c₂) Fijación del precio, la fijación del precio en los nuevos “mercados regulados de manera no oficial” se basa en las normas que regulan la negociación en el mercado regulado oficial de la bolsa que los promueven y gestionan los nuevos mercados.

c₃) Liquidación de las operaciones, en general se basa en las normas que regulan la liquidación de las operaciones realizadas en el mercado regulado oficial de las bolsas que los promueven y gestionan.

d) Protección del Inversor, requisitos de información exigidos al emisor en un “Mercado Regulado No Oficial”.

d₁) Información exigida para acceder al mercado. Las Bolsas establecen las exigencias mínimas de información en el proceso del registro del emisor y de sus títulos en el “mercado regulado no oficial” pero teniendo en cuenta el marco normativo del regulador europeo, en concreto lo establecido en la Directiva de Folletos. Con relación a la elaboración y presentación de la información contable ésta debe realizarse conforme a Normas Internacionales de Información Financiera-NIIF o a los principios contables nacionales.

d₂) Información exigida para permanecer negociando en el “mercado regulado no oficial”. Las Bolsas son las que determinan el grado de difusión de información que debe realizar el emisor al mercado pero, al igual que en el apartado anterior, sus normas remiten a las Directivas comunitarias en lo que corresponda. Directiva de Abuso de Mercado, OPA, Gobierno Corporativo....

e) Transparencia del “Mercado Regulado No Oficial”: Difusión de Información de precios, volúmenes y negociaciones.

e₁) Las normas de los nuevos “mercados regulados de manera no oficial” deben también asegurar el que se pueda obtener información pública suficiente y fácilmente, MIFID art 14-d. El objetivo es garantizar la transparencia de las operaciones, para lo que se debe establecer normas comunes para: la publicación de los datos de las operaciones sobre acciones ya concluidas y, la difusión de los datos de las operaciones sobre acciones que son posibles en aquel momento. Estas exigencias son aplicables a todas las operaciones sobre acciones, al margen del centro de negociación en el que se realicen, considerandos 44 y 45 de la MIFID.

f) Supervisión del “Mercado Regulado No Oficial”.

f₁) Los promotores de estos nuevos “mercados regulados de manera no oficial” deben cuidar la transparencia e integridad del mercado, para lo que deben supervisar el cumplimiento de sus normas y de sus obligaciones y están obligados a comunicar las infracciones que se cometan en ellos a la autoridad competente del mercado de valores. Además, tienen que cumplir las instrucciones recibidas de su autoridad competente respecto a la exclusión o suspensión de un instrumento financiero de la negociación, MIFID, art. 14-h) y art. 26.

Como resumen el nivel de regulación y el estatus del legislador determinan la protección del inversor y por tanto la confianza de éstos en el mercado.

Todos los mercados y segmentos de mercado están regulados la diferencia reside en quien los ha regulado: el legislador comunitario o las bolsas que los promueven. El rango del legislador europeo siempre está por encima del rango del promotor del mercado, las bolsas, quienes están bajo la regulación y supervisión comunitarias.

En este sentido lo explica Nyse- Euronext, que expresamente señala con relación a las normas aplicables a su mercado Alternext que “las rules se remitirán a la regulación de la “Autorité des Marchés Financiers-AMF” y a la transposición de las Directivas en donde no haya garantía de cumplimiento” Alternext Rules 1.1. Este mercado además en el documento “Going Public on Nyse Euronext” pag 6 que publica en su web, www.nyseeuronext.com, escribe que el mercado está controlado pero no regulado en el sentido de las Directivas de la Unión Europea.

Con relación al mercado británico AIM, una de las críticas recibidas en los últimos años es que es un mercado no regulado. A este respecto Arcot, Black y Owen (2007) explican que ésta es una caracterización no correcta. El AIM no cae dentro de la definición técnica legal de un mercado regulado pero no es un mercado no regulado. Bajo el régimen regulatorio actual el AIM es un mercado regulado por la Bolsa de Londres que a su vez es reconocida y regulada por la UK Financial Services Authority (FSA). Como un mercado tiene una identidad separada del mercado principal de la Bolsa pero operativamente es parte de la bolsa y como tal está sujeto a la regulación de la FSA quien lo comenta en sus conversaciones de una manera cercana y continua. El AIM es también un regulador al establecer y gestionar un régimen regulatorio para la admisión y obligaciones continuadas de difusión de información de los emisores y de sus especialistas los Nominated Advisers.

La Bolsa de Frankfurt, con relación a su segmento de mercado Entry Standard, como ya se ha expuesto explica que es un mercado regulado basado en una ley privada y así lo denomina como un mercado regulado no oficial “Regulated Unofficial Market”, frente a sus dos segmentos de mercados que se basan en la leyes públicas comunitarias y que identifica como mercados regulados oficiales Regulated Official Markets”.

Las “First North Rules” en su introducción explica que este mercado no es un Mercado Regulado como se define en la legislación de la Unión Europea sino un MTF (SMN en español) como se define en la legislación de la Unión Europea.

Es decir, estos Nuevos Mercados Alternativos de Negociación surgen al amparo de la Ley Pública MIFID, son promovidos y gestionados por las bolsas, quienes son personas cuya actividad principal es realizar actividades de inversión y prestar servicios de inversión, entre estos últimos estaría la

gestión de los Nuevos Mercados Alternativos de Negociación que se encuadran como Sistemas Multilaterales de Negociación y cuya gestión se considera un servicio de inversión dentro de esta Directiva (Anexo 1). Los emisores y títulos que pueden acceder a ellos también le son de aplicación Leyes Públicas, entre ellas la Ley de Sociedades Anónimas, Código ISIN, normas para la elaboración, y presentación de la información contable; en cuanto a los miembros del mercado, son empresas de inversión sujetas también a la Directiva MIFID, ya que la actividad a desarrollar en el mercado es una actividad de inversión y por lo tanto deben estar autorizados por la autoridad competente para realizarla.

La Ley privada del mercado alcanza a la parcela concreta de los requisitos exigidos a los emisores para poder acceder a un mercado de capitales, en concreto al tamaño mínimo y a la antigüedad mínima de la empresa y a la estructura de su capital en lo referente a su difusión (free float), número mínimo de accionistas y capitalización mínima.

Además esta ley privada también se concreta en la parcela de la protección del inversor y de esta manera son las Bolsas las que determinan el nivel de difusión de información por parte de los emisores, tanto en el momento de su salida al mercado como en lo referente a las obligaciones continuadas de información mientras permanezca negociando en él.

Ahora bien, las exigencias iniciales de información tienen en cuenta la Directiva de Folletos que establece la obligación de elaborar y publicar un folleto aprobado por el organismo regulador correspondiente si: el emisor ofrece sus títulos al público y si el emisor accede a cotizar sus títulos en un mercado regulado situado o en funcionamiento en un Estado miembro (Directiva 2003/71/ce del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de noviembre de 2003, capítulo 1, artículo 1).

De esta forma, el emisor no tiene que elaborar y publicar un folleto aprobado por el organismo regulador solo porque sus títulos vayan a ser admitidos a negociación en estos nuevos sistemas alternativos de negociación o porque el emisor esté ya negociando en ellos, tendrán que elaborar y publicar un folleto aprobado por el organismo supervisor solo cuando realicen una oferta pública de títulos bajo la Directiva de Folletos y no le aplique alguna de las exenciones señaladas en ella²³.

Con relación a la Directiva sobre Abuso de Mercado, ésta establece obligaciones respecto a la publicidad y al control de la información privilegiada, para los emisores con títulos cotizando en un mercado regulado. Por ello, los nuevos “mercados regulados de manera no oficial” no están sujetos a

²³ Exenciones de la Directiva de Folletos: Ofertas dirigidas a inversores cualificados, Ofertas dirigidas a menos de 100 personas físicas o jurídicas por Estado miembro, sin contar los inversores cualificados, Ofertas cuyo importe mínimo por inversor sea al menos de 50.000 Euros, Oferta de valores por un importe total inferior sea menor a 2,5 millones de euros.

esta Directiva y será el propio emisor quién tendrá que determinar la conveniencia de ser transparente con sus inversores.

Respecto a la transparencia e integridad del mercado en lo referente a la publicación de precios y volúmenes pre y post negociación, la MIFID establece las obligaciones para las operaciones realizadas sobre acciones negociadas en un mercado regulado oficial pero matiza la posibilidad de ser aplicada esta obligación a instrumentos no negociados en los mercados regulados oficiales, arts. 29 y 30.

La supervisión del mercado y el control de su evolución también se basan en la ley pública MIFID, art. 14, las bolsas deben identificar los posibles incumplimientos de sus normas o actuaciones no ordenadas de negociación que puedan suponer abuso de mercado, comunicarlas a la autoridad competente y cumplir inmediatamente con sus indicaciones de exclusión del mercado.

3.4.2 Modelos de mercado

Los requisitos de admisión de un mercado de valores y las exigencias posteriores de difusión de información para poder permanecer en él determinan el modelo de mercado. En esta sección, se realiza una breve exposición de cuáles son estas exigencias en los nuevos mercados alternativos de valores europeos.

a) Normas de admisión a negociación

En general, los criterios para acceder a negociar en los nuevos mercados de valores europeos son menos exigentes que los establecidos en el mercado principal de la Bolsa que promueve su creación y gestiona el mercado. En algunos mercados no existen barreras de acceso en cuanto a tamaño, antigüedad, nº mínimo de accionistas y estructura de capital del aspirante, y en otros, estas barreras son mínimas.

En el caso de la antigüedad de la compañía los mercados que no exigen a las empresas tener un número de años de negocios establecen medidas de protección al inversor de forma que si los negocios y beneficios de una compañía no han sido independientes durante al menos 2 años sus inversores relevantes y gestores deben mantener su posición de acciones durante un periodo de tiempo. En general, este periodo es de al menos 1 año contado a partir de la fecha de admisión a negociación en el nuevo mercado. Así se dice en la Rule 7- Lock-in for new businesses del mercado inglés AIM y del mercado irlandés ESM: “Si la actividad principal y los ingresos de la empresa no han sido independientes durante al menos 2 años, la empresa debe asegurar que los principales accionistas, consejeros, directivos y empleados acuerden mantener durante un año, contado desde la

fecha de admisión al mercado, los intereses que tengan sobre los títulos, London Stock Exchange (2014) AIM Rules for Companies; Irish Stock Exchange (2014) ESM Rules for Companies. En igual sentido se expresa el mercado español “En todo caso, en el supuesto de que la actividad de la sociedad tenga una antigüedad inferior a dos años, los accionistas de referencia y los principales directivos deberán comprometerse a no vender acciones ni realizar operaciones equivalentes a ventas de acciones dentro del año siguiente a la incorporación de la sociedad al Mercado, Bolsas y Mercados españoles (2010) Circular 5- segundo- 1.

En la mayoría de los nuevos mercados tampoco hay una exigencia mínima de distribución de capital, si bien, en la práctica los inversores esperan que exista un porcentaje determinado de acciones distribuido en manos públicas, este porcentaje mínimo esperado por los inversores suele ser del 10% de las acciones. En el caso del mercado francés Alternext, la admisión a negociación depende del valor de las acciones en manos públicas pudiéndose conseguir esta distribución mediante una oferta pública de venta de acciones por un valor al menos de 2,5 millones de euros o mediante una colocación privada de títulos nuevos por valor de al menos 2,5 millones de euros y realizada el año anterior al registro en el mercado entre al menos 3 accionistas independientes. Los emisores que procedan de otro mercado se pueden registrar directamente en el mercado Alternext siempre que puedan probar que el valor de los valores en manos públicas es de 2,5 millones de euros, Alternext (2014) Rules 3.3(ii) y 3.4.2. En el caso español, la distribución de acciones en manos públicas debe ser de un importe de 2 millones de euros y este importe debe estar distribuido entre accionistas cuyas participaciones sean inferiores al 5% del capital social, Bolsas y Mercados Españoles (2010) Circular 5-Segundo.3. Por su parte First North exige que en el mercado existan condiciones suficientes de demanda y oferta para que los valores sean admitidos a negociar. La Bolsa considera que esas condiciones existen si hay un número suficiente de accionistas cuya participación sea al menos de 500 euros y si al menos el 10% de las acciones que van a ser negociadas están distribuidas entre el público en general²⁴. En algunos casos la bolsa considera este requisito cumplido si el emisor mantiene un proveedor de liquidez, Nasdaq OMX First North (2014) First North Nordic-RuleBook art 2.2.1.

Otra obligación que establecen estos mercados al emisor que desea acceder a negociar en ellos es la de nombrar un número determinado de especialistas.

Todos los mercados exigen al emisor el nombramiento de un especialista responsable de determinar si la empresa y sus valores son convenientes para el mercado, para que le ayude en el proceso de

²⁴ Público en general son personas que directa o indirectamente tienen menos del 10% del capital social o de los derechos de voto

registro y para que cuide de que atiende las obligaciones de difusión de información mientras permanezca en la negociación. La obligación para el emisor de mantener este especialista a lo largo de su permanencia en la negociación es obligatoria en la mayoría de los mercados excepto en el caso del mercado griego EN.A que debe mantenerlo durante 2 años y en el mercado polaco, “New Connect” que esta obligación es de al menos 3 años.

Otra características de estos nuevos mercados que los diferencia del Mercado Regulado es que para acceder una empresa a un Mercado Regulado la documentación que debe presentar es analizada por la autoridad del mercado de valores al que accede y ésta es quien aprueba o deniega su salida pública. Como ya se ha señalado en el punto 3.2.1 anterior los nuevos SMN crean una nueva figura, que en cada uno se llama de una forma distinta, pero cuya responsabilidad es la misma: “Validar la conveniencia para el mercado de la empresa solicitante, no solo en el momento de su acceso, sino también durante el tiempo que permanezca en él negociando”. En este sentido los SMNs confían el análisis de la documentación de acceso en esta nueva figura y ésta certifica a la bolsa que el documento de admisión está correcto y que los negocios de la compañía solicitante, su estructura de capital y su estructura de gobierno son las adecuadas para el mercado. Así se expresa en las normas del español Mercado Alternativo Bursátil- Empresas en Expansión: “Los Asesores Registrados deberán valorar la idoneidad de las empresas interesadas en incorporarse al segmento Empresas en Expansión y asesorarles en el cumplimiento de las obligaciones que les corresponderán y en la elaboración y presentación de la información financiera y empresarial requerida para actuar en el citado segmento. En ese sentido, esos Asesores colaborarán con las empresas para que estas puedan cumplir las obligaciones y responsabilidades que asumen al incorporarse a ese segmento y se presentan como un cauce especializado de interlocución con las mismas y como un medio de facilitar la inserción y desenvolvimiento de esas empresas en el nuevo régimen de negociación de sus valores, Bolsas y Mercados Españoles (2010) Circular 10/2010.

Las Bolsas esperan que, para cumplir con las anteriores exigencias, estos especialistas realicen “Due Diligences” de la Compañía de acuerdo a procedimientos generalmente aceptados y el ejercicio de verificación final de los documentos. También esperan que comprueben que el emisor ha adoptado las medidas que le permiten cumplir con sus obligaciones de difusión de información tras su admisión a negociar en el mercado y además que mantengan en sus registros y a disposición de las bolsas durante un periodo de tiempo (tres años en el caso del AIM) los documentos auditados que soportan su asesoramiento a las Compañías, London Stock Exchange (2014) AIM Rules for Nominated Advisers- Schedule 3; Euronext (2014) Alternext Market Rules Book art. 2.5.3 (v)(vi) y art 2.7.4.; Deutsche Börse (2013) General Terms and Conditions of Deutsche Börse AG for the

regulated unofficial market on Frankfurter Wertpapierbörse (Open Market) art 17.2; Nasdaq OMX First North (2014) First North Nordic-RuleBook art. 2.2.4 y art.3.1.; Irish Stock Exchange (2014) ESM Rules for Companies, rule 31; Borsa Italiana- London Stock Exchange Group (2014) AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale, Rules for Companies, rule 31.

Estos especialistas deben ser aprobados y estar registrados en las bolsas, y cumplir con unos requisitos mínimos. En el caso del mercado inglés, el AIM, estos requisitos son: ser una persona jurídica con experiencia en el mercado de valores, experiencia que se concreta como mínimo en: haber actuado en operaciones financieras corporativas como asesor financiero durante al menos 2 años, haber sido el principal asesor financiero de 3 operaciones relevantes²⁵ realizadas en ese periodo de 2 años y tener empleados a cuatro ejecutivos cualificados, London Stock Exchange (2014) AIM Rules for Nominated Adviser.

Parecidos requisitos se exigen para ser un Listing Sponsor en el mercado francés Alternext: “Haber asesorado durante un periodo de dos años sobre estructura de capital, estrategia y emisiones relacionadas y haber prestado servicios relacionados con fusiones y adquisiciones. Los dos años anteriores a su solicitud como Listing Sponsor haber completado al menos 2 transacciones de acciones que afecten a uno o más emisores y que necesitaran la elaboración de folletos o documentos de información; tener empleadas al menos 2 personas cualificadas y experimentadas para realizar las operaciones que se exigen a un Listing Sponsor y tener un seguro de responsabilidad profesional adecuado para que les indemnice contra las responsabilidades que surjan de sus operaciones como Listing, Euronext (2014) Alternext Market Rules Book, Rule 2.1.1.

En el caso del mercado español para ser nombrado Asesor Registrado y pasar a formar parte del registro de Asesores se les exige que: “ sean personas jurídicas con experiencia en el asesoramiento a compañías en relación con su actuación en el mercado de valores, tanto en lo que se refiere a la preparación y revisión de folletos informativos y otra documentación de información financiera, como en la comprobación de los requisitos exigidos para la admisión a negociación en mercados y sistemas organizados de negociación y deben contar con personal cualificado y con experiencia en esas áreas de actividad”, Bolsas y Mercados Españoles (2010) Circular 10/2010.

El resto de mercados establecen cercanas exigencias, y así Fisrt North exige a su especialista que tenga al menos 2 empleados para realizar las actividades y actuar como contactos; tenga procedimientos internos para la elaboración de la información y para archivarla. Además esas

²⁵ Operación relevante es aquella que exige elaborar un folleto, documento de oferta o de admisión en cualquier Estado miembro de la UE. En cada caso respecto a acciones cotizadas en un mercado regulado (tal y como se define en la Directiva 2004/39/EEC).

personas de contacto deben tener 2 años de experiencia en la prestación de servicios de asesoramiento respecto a la estructura de capital de las compañías, estrategias, adquisición y venta de compañías o servicios de asesoramiento relacionados. También debe demostrar que en los dos últimos años estas personas al menos han participado en alguna transacción de acciones que exigiera la elaboración de información para difundir al mercado. Otra exigencia de este mercado es que debe asistir a seminarios o cursos de formación impartidos por la bolsa sobre las exigencias de las normas del mercado, Nasdaq OMX(2014) Nasdaq OMX Nordic Member Rules, Rule 5.1(a)(b).

Las Bolsas supervisarán las actividades de estos especialistas para asegurar que cumplen con las obligaciones a las que están sujetos por las normas.

Con relación a la liquidez la mayoría de estos nuevos mercados requieren que el emisor nombre un proveedor de liquidez. Esta exigencia en algunos mercados depende del sistema de negociación utilizado o de si el porcentaje de distribución de capital es inferior al 10% de las acciones. Algunos mercados según sea el sistema de negociación también exigen el nombramiento de un creador de mercado “market maker”. En el caso español la Comisión de Supervisión del Mercado podrá eximir de la necesidad de provisión de liquidez a aquellas compañías que demuestren liquidez suficiente, Circular 3/2008 apartado 8.

b) Obligaciones de Difusión de Información

b₁) Obligaciones de Difusión de Información en el momento del acceso al mercado

Para acceder a estas nuevas fórmulas de mercado los emisores pueden realizar una Oferta Pública de Venta de Acciones, una Oferta Privada de Venta de Acciones o pueden registrarse en el mercado sin realizar ninguna operación de venta de acciones.

En el caso de realizar una Oferta Pública de Venta de Acciones, las compañías tienen que atender la normativa comunitaria y en concreto presentar un folleto elaborado conforme lo establecido en la Directiva de Folletos. Este documento debe ser aprobado por la autoridad competente en el mercado a no ser que les aplique alguna de las excepciones de la directiva²⁶.

En el caso realizar de una Oferta Privada de Venta de Acciones o de registrarse directamente en el mercado los emisores tienen que registrar un Documento Informativo que debe ser preparado y aprobado por el especialista que valida la conveniencia del emisor para el

²⁶ En la actualidad no es preceptivo registrar un folleto ante el organismo regulador del mercado de valores si: la cantidad de la oferta es inferior a 2,5 millones de euros, si la oferta se dirige exclusivamente a inversores cualificados, se dirige a menos de 100 inversores por estado miembro de la UE, sin incluir los cualificados, se dirige a inversores que adquieran un mínimo de 50.000 euros cada uno.

mercado, le apoya en su salida a cotizar y posteriormente cuidará de que cumpla los requisitos de publicación de información mientras permanece negociando. La Oferta Privada de Venta de Acciones debe haber sido realizada antes del acceso al mercado entre inversores cualificados.

b₂) Obligaciones continuadas de difusión de información

Las obligaciones continuadas de difusión de información establecidas por los nuevos mercados de valores en general son muy similares a las establecidas por los mercados regulados aunque existen algunas diferencias. Como criterio general los emisores deben difundir al mercado toda información que afecte a la determinación del precio del valor negociado e informar de las transacciones financieras que realicen.

Con relación a las transacciones financieras las diferencias se concretan en el número de transacciones para las que es necesario la aprobación de los accionistas. En los nuevos mercados de valores esta exigencia es menor que en el mercado regulado. Por ejemplo, en el caso del mercado inglés el “AIM” mientras que las compañías de la “Official List” necesitan la aprobación de sus accionistas cuando determinados ratios²⁷ superan el 25%, las compañías del “AIM” solo necesitan la aprobación de sus accionistas cuando esos ratios superan el 100%.

Otra diferencia reside en las exigencias relativas a Gobierno Corporativo. La mayoría de los nuevos mercados de valores no establecen obligaciones de Gobierno Corporativo y esperan del especialista responsable de asesorar al emisor que acuerde con sus gestores la conveniencia de adoptar unas estructuras mínimas de Gobierno Corporativo que respondan a los códigos existentes. En este sentido el mercado polaco en su web señala que deben cumplirse las reglas de Gobierno Corporativo pero teniendo en cuenta las características de las compañías registradas. Con relación al mercado inglés AIM, Arcot, Black y Owen (2007) explican que en la práctica, se espera que los Nomads suministren un régimen de Gobierno Corporativo que esté de acuerdo con los principios de los códigos existentes, tales como el de la Alianza de las Compañías cotizadas. En el caso del mercado regulado las compañías deben atender obligaciones de Gobierno Corporativo y si no las atienden deben explicar las razones de por qué no lo hacen.

²⁷ Serie de ratios que determinan la obligación de comunicar las transacciones: Activo Bruto de la Empresa adquirida / Activo Bruto de la Compañía; Beneficio atribuible a los Activos adquiridos/Beneficio de la Compañía; Facturación atribuible a los Activos adquiridos/Facturación de la Compañía; valor de la adquisición “consideration”/Capitalización bursátil sin considerar la autocartera; Capital Bruto o del negocio adquirido/Capital bruto de la Compañía.

Con relación a los informes periódicos contables, estos deben ser elaborados y presentados conforme a los principios generalmente aceptados en el país al que pertenece el mercado o conforme a Normas Internacionales de Información Financiera-NIIF. En algunos mercados también se aceptan otros GAAPs (US/Canadian/JapaneseGAAP). La obligación de publicar la información contable en general se concreta en la publicación de un informe semestral sin auditar y del informe anual auditado. En el mercado regulado además de las cuentas anuales y del informe semestral debe publicarse informes contables trimestrales. Esta exigencia de publicar información contable trimestral también se requiere en el mercado polaco “New Connect”.

En general los mercados establecen medidas de protección al inversor relacionadas con las participaciones de los inversores significativos del emisor. Los cambios en las participaciones de los accionistas de referencia, consejeros, directivos y empleados, pactos parasociales que limiten la transmisibilidad de las acciones o afecten al control de voto deben ser informados al mercado. En el caso del mercado español si un accionista adquiere un bloque de acciones con el que obtiene el control de la sociedad este accionista no puede vender esa participación a no ser que ofrezca a la totalidad de los accionistas la compra de sus acciones en las mismas condiciones en las que compro el bloque con el que adquirió el control de la sociedad. También si es la propia sociedad la que acuerda excluir a las acciones de la negociación en el mercado y este acuerdo no está respaldada por todos los accionistas, la sociedad debe ofrecer a aquellos accionistas que no hubieran votado a favor de la exclusión la compra de sus acciones a un precio conforme a los criterios previstos en la regulación aplicable a las ofertas públicas de adquisición de valores para los supuestos de exclusión de negociación, Bolsas y Mercados Españoles (2010) Circular 5-art 2.4. y 2.3.

Requisito parecido se exige en el mercado francés Alternext a través de la “rule 3.1 standing offer” que dice: si la venta de un bloque de títulos da a una persona la mayoría de los derechos de voto ésta debe hacer una oferta de compra al resto de títulos en los términos establecidos en General Regulation of the Autorité des Marchés Financiers.

Con relación al AIM las normas sobre “reverse takeovers” buscan además asegurar que una compañía del AIM no pueda transformar fundamentalmente su negocio, su consejo o el control de voto o en el caso de una compañía de inversión que no se salga de la estrategia de inversión incorporada en su documento de admisión sin la aprobación de los accionistas y sin buscar una nueva admisión en el AIM. En este sentido Arcot, Black y Owen (2007) explican que, en otras palabras, la admisión en el AIM no es una licencia para hacer las compañías lo

que quieran. Una compañía no puede ser admitida en el AIM con el propósito de hacer o ser una cosa y luego cambiar su naturaleza fundamental. El AIM trata de asegurar que, lo que los inversores comprenden, de hecho sea el negocio que es. Cualquier cambio sustancial de esos tiene que estar sujeto al acuerdo de los inversores.

Todas estas fórmulas de mercados y segmentos de mercado alertan a los inversores de que no le son de aplicación todas las medidas de protección de las normas comunitarias por lo que deberían actuar como inversores aquellos con capacidad para valorar y aceptar cualquier incremento de los riesgos asociados en la inversión en acciones de las compañías que en ellos se negocian.

3.4.3 Normas de Funcionamiento

El considerando 6 de la Mifid señala que “un mercado compuesto únicamente por un conjunto de normas que regulan aspectos relacionados con: la condición de miembro, la admisión de instrumentos a negociación, la negociación entre miembros y las obligaciones de información y, en su caso, de transparencia es, un Mercado Regulado o un Sistema Multilateral de Negociación”.

| | | Negociación entre Miembros | | | |
|--|--|------------------------------|---------------------------------|-----------------------|--|
| Acceso al sistema- Condición de miembro | Admisión de instrumentos a negociación | Negociación justa y ordenada | Ejecución eficaz de las órdenes | Liquidación eficiente | Obligaciones de información y de transparencia |

En la mayoría de los nuevos mercados de valores los miembros del mercado regulado son los miembros de los nuevos sistemas multilaterales de negociación.

La admisión de instrumentos a negociación queda descrita en el punto 3.2 Modelos de Mercado.

La infraestructura de estos nuevos mercados de valores: plataforma de negociación, determinación del precio y liquidación de las operaciones, en general, se basa en los mismos sistemas de negociación y liquidación utilizados por el mercado regulado. También para la difusión de información utilizan los mismos canales que utiliza el mercado regulado para informar al mercado.

En cuanto a la supervisión, en primer lugar estos mercados confían en la nueva figura especialista que nace con ellos, en el Nomad en el caso del mercado inglés, en el Listing Sponsor en el caso del mercado francés, en el Co-Applicant en el mercado alemán, en el Certified Adviser en el mercado

nórdico, en el Asesor Registrado en el mercado español, en el Consultant en el mercado griego, en el ESM Adviser en el mercado irlandés, en el Nomad en el mercado italiano, en el Capital Market Coach en el mercado austriaco y en el Authorised Adviser en el mercado polaco. Como ya se ha señalado en el punto anterior esta nueva figura es el intermediario entre el emisor y la bolsa y tiene una doble responsabilidad. Con relación al emisor debe asesorarle y ayudarle en el proceso de salida al mercado y tras su registro debe cuidar de que atienda sus obligaciones de difusión de información; respecto al mercado este nuevo especialista será el que determine que un emisor y sus títulos son adecuados para el mercado tanto en el momento de su acceso como a lo largo de su permanencia en la negociación. De cualquier forma la Bolsa puede rechazar una admisión si considera que no cumple o no cumplirá con alguna condición especial que considera adecuada para el mercado o que la situación del emisor que solicita la admisión es tal que su admisión puede ser perjudicial para el buen funcionamiento de las operaciones del mercado o para la reputación del mercado como un todo”, London Stock Exchange (2014) AIM Rules for Companies, rule 9 -Other Conditions; Euronext (2014) Alternext Market Rules Book-Chapter 3 (3.8.2) ; Deutsche Börse (2013) Section II -6 y Section III-9(3); First North Nordic- Rule Book art 2.2.1(b), Irish Stock Exchange (2014) ESM Rules for Companies, part 1-rule. 9-Other Conditions; AIM Italia- Mercato Alternativo del Capitale(2014) Rules for Companies, Rule 9- Other conditions.

Además la Mifid en su art 14.7 también obliga a la Bolsa a supervisar el mercado y en el caso de encontrar actuaciones de negociación no correctas trasladar esta situación a la autoridad competente quien determinará la suspensión o no del emisor. La decisión adoptada por la autoridad debe ser llevada a efecto inmediatamente por el gestor del mercado.

A este respecto las normas del mercado español recogen que: Los criterios, medios y procedimientos a aplicar por la Comisión de Supervisión y el personal de los servicios encargados de la supervisión serán utilizados con la finalidad de evitar y prevenir conductas que puedan suponer el incumplimiento de la normativa de mercado y, en particular, prácticas constitutivas de abuso de mercado y para que, en el caso de que se produzcan, se pueda reaccionar adecuadamente. La Comisión de Supervisión trasladará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores todos los indicios consistentes y la información puntual obtenida por el Mercado, por cada uno de los casos en los que haya motivos de sospecha razonable, de la existencia de un posible incumplimiento de la normativa en materia de abuso de mercado. La comunicación se realizará tan pronto se concluya que tales indicios o tal información cumplen el principio de sospecha razonable de incumplimiento. También se comunicará, de manera inmediata, a la citada Comisión Nacional, la adopción de

cualquier medida disciplinaria en materia de incumplimiento de la normativa del Mercado que vaya a adoptar la Comisión de Supervisión, Bolsas y Mercados Españoles (2013) Circular 1/2013.

Precisamente una razón para suspender la cotización es que una compañía deje de tener el especialista responsable de determinar si esa compañía es conveniente o no para el mercado. Las Rules del AIM dicen: “si una compañía del AIM deja de tener un Nomad la Bolsa suspenderá la negociación de sus títulos y si en el plazo de un mes no ha nombrado un nuevo Nomad cancelará la admisión de sus títulos, Londres (2014) AIM For Companies Rule 1- Retention and Role of a Nominated Adviser”. En el mismo sentido se expresa la Circular 5(2010) del MAB-EE punto sexto- Exclusión de valores negociables: De acuerdo con lo previsto en el artículo 20 del Reglamento del Mercado, sin perjuicio de las decisiones que pueda adoptar al respecto la Comisión Nacional del Mercado de Valores, los valores negociables podrán ser excluidos de la negociación en el Mercado cuando así lo decida, de forma motivada, el Consejo de Administración en los siguientes casos: Incumplimiento grave y reiterado de las obligaciones exigibles a la entidad emisora, especialmente en lo que se refiere a la remisión y publicación de información y al mantenimiento de Asesor Registrado y de Proveedor de Liquidez.

También así lo manifiestan las rules del mercado irlandés y del mercado italiano. El ESM de la Bolsa de Irlanda dice “si una compañía del ESM deja de tener un ESM Adviser la Bolsa de Irlanda suspenderá su cotización y si pasado un mes la compañía del ESM no ha nombrado un nuevo asesor la Bolsa cancelará la cotización de los títulos en el mercado, Irish Stock Exchange (2014) ESM Rules for Companies, Part 1 art 1. En la misma línea se manifiestan las normas del AIM Italia- MAC: “si una compañía deja de tener un Nomad, Borsa Italiana suspenderá la negociación de sus títulos y si pasados 2 meses la compañía no ha nombrado un nuevo Nomad procederá a cancelar la admisión de sus títulos en el mercado, Borsa Italiana- London Stock Exchange Group (2014) AIM Italia-Mercato Alternativo del Capitale, Rules for Companies Part one-Rule 1 Retention and role of a Nominated Adviser.

Por último la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 en la que se ha refundido la MIFID crea una nueva subcategoría de mercado, Sección 4- Mercados de PYME en Expansión- artículo 33. Cualquier operador de un SMN puede solicitar el registro del SMN como un mercado de PYME en expansión si cumple los requisitos del apartado 3 del mencionado artículo 33. En esta sección se establecen unos estándares pan europeos para estos mercados que tienen en cuenta las necesidades de los emisores y la protección de los inversores.

En la Tabla 10 se incluye un desglose de las principales características descritas que definen a los mercados: Alternative Investment Market-AIM creado por la Bolsa de Londres, Alternext creado

por Nyse Euronext, Entry Standard creado por Deutsche Börse, First North creado por Nasdaq OMX Group y Mercado Alternativo Bursátil Empresas en Expansión creado por Bolsas y Mercados Españoles.

En la Tabla 11 se incluye un desglose de las principales características descritas que definen a los mercados: Alternative Market (EN.A.) creado por la Bolsa de Atenas, Enterprise Securities Market-ESM creado por la Bolsa de Irlanda, AIM Italia-Mercato Alternativo de Capitale creado por Borsa Italiana, Third Market creado por la Bolsa de Viena y New Connect creado por la Bolsa de Varsovia.

TABLA 10. Modelos de Mercados y Normas de Funcionamiento: AIM, Alternext, Entry Standard, First North, MAB-EE

| Descripción del Mercado | | | | | |
|---|---|--|---|---|---|
| Nombre | AIM | Alternext ²⁸ | Entry Standard | North First ²⁹ | MAB-EE |
| Identidad | Mercado | Mercado | Segmento | Mercado | Mercado |
| Tipo de Mercado/Segmento | SMN-Regulado No Oficial | SMN-Regulado No Oficial | SMN-Regulado No Oficial | SMN-Regulado No Oficial | SMN-Regulado No Oficial |
| Promotor del Mercado/Segmento | Bolsa de Londres | Nyse Euronext | Deutsche Börse | Nasdaq OMX Group | Bolsas y Mercados Españoles |
| Fecha de creación | 1995 | 2005 | 2005 | 2006 | 2008 |
| Normativa del Mercado | <ul style="list-style-type: none"> - AIM Rules for Companies - AIM Rules for Nominated Advisers - AIM Disciplinary Procedures and Appeals Handbook - Rules of the London Stock Exchange, the rules for trading AIM securities. - The Financial Services and Markets Act - Transposición de Directivas | <ul style="list-style-type: none"> - Alternext Market Rules Book -Regulaciones Nacionales del Mercado de Valores de cada mercado Alternext - Transposición Directivas | <ul style="list-style-type: none"> - General Terms and Conditions of Deutsche Börse AG for the Regulated Unofficial Market on Open Market -Trading Regulation for the Regulated Unofficial Market on FWB -Regulación de BAFIN- Federal Financial Supervisory Authority Frankfurt Stock Exchange Rules | <ul style="list-style-type: none"> First North – Nordic Rulebook NASDAQ OMX Member Rules Nasdaq OMX Rules trading de cada uno de los mercados First North(2) | <ul style="list-style-type: none"> Reglamento del MAB Circular 5/2010 Circular 7/2010 Circular 9/2010 Circular 10/2010 Circular 1/2011 Circular 3/2011 Circular 1/2013 Circular 3/2014 Circular 1/2008 de Iberclear Circular 3/2008 Ley del Mercado de Valores Trasposición de Directivas |
| Plataforma de negociación | <p>SETSmm: Los más líquidos</p> <p>SEAQ: El resto de los valores</p> | <p>Euronext trading platform : central order book</p> <p>Trading Confirmation System (TCS)</p> | Exchange EDP Electronic Trading (formerly Xetra®) | INET-Electronic Trading System | SIBE- Sistema de Interconexión Bursátil |
| Compensación y Liquidación de operaciones | Crest u otro sistema electrónico | LCA Clearnet u otro sistema electrónico | Clestream | Central Counterparty nombrada por OMX Nordic | Iberclear y Servicios de Compensación y Liquidación de las Bolsas de Barcelona, Bilbao y Valencia. |
| Custodia de los títulos | Registrant | Registrant y Paying Agent | Clearstream | n.d. | Iberclear y Registros de Bolsas |

²⁸ Mercados: Alternext París; Alternext Amsterdam; Alternext Bruselas; Alternext Lisboa

²⁹ Mercados: First North Suecia; First North Internacional; First North Dinamarca; First North Finlandia y First North Islandia

TABLA 10- CONTINUACIÓN. Modelos de Mercados y Normas de Funcionamiento: AIM, Alternext, Entry Standard, First North, MAB-EE

| Los Miembros del Mercado | | | | | |
|---|---|--|--|---|--|
| Acceso al Sistema- Condición de miembro | | | | | |
| | AIM | Alternext | Entry Standard | North First | MAB-EE |
| Miembros del mercado o Participantes | Los miembros de la Bolsa de Londres- London Stock Exchange Rules 3000-3001 | Los miembros de Euronext. Euronext Rule Book, Book I and Euronext Cash Trading Manual (Notice 4-01). | Los admitidos en el Mercado Regulado en la Bolsa de Frankfurt | Los miembros de la bolsa que gestiona cada mercado particular First North | Entidades de crédito y empresas de servicios de inversión que tengan la condición de miembros de las Bolsas de valores españolas Circular 1/2010. |
| Negociación entre miembros: | | | | | |
| a) Negociación justa y ordenada y Ejecución eficaz de las órdenes | | | | | |
| | <p>Negociación: Rules of the London Stock Exchange</p> <p>SETSmm: Negociación electrónica, los más líquidos</p> <p>SEAQ: Negociación no electrónica los valores no incluidos en el índice “FTSE UK AIM 50”</p> <p>Creadores de Mercado: difusión continuada de precios de compra/venta por, al menos, 2 Market Makers.</p> | <p>Negociación: mismas normas y procedimientos aplicados a los mercados regulados. Rules 6.3</p> <p>Central order book: negociación continua Rule 6.3.3 (Valores líquidos=más de 2.500 operaciones/año)</p> <p>No central order book: Los menos líquidos, por subasta, Rule 6.3.3</p> | <p>Negociación: Rules and Regulations for the FWB- The Frankfurt Stock Exchange</p> <p>Subasta (the floor)</p> <p>Xetra (one - auction-only, opcional negociación continua con un Designated Sponsor)</p> | <p>Negociación y fijación de precios conforme Nasdaq OMX Member Rules (NMR); en algunos casos Trading Rules of NASDAQ OMX Helsinki</p> <p>Métodos de negociación:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Automaticall y Matched Trades NASDAQ OMX Nordic - Manual Trades. <p>Nasdaq OMX (2014) Inet Rules 5.2.1</p> | <p>Negociación por subasta:</p> <ul style="list-style-type: none"> -Subasta de apertura -Subasta de cierre -Periodo de operaciones especiales - Periodo abierto en función de liquidez y difusión. |
| b) Liquidación eficiente | | | | | |
| | Liquidación electrónica Crest u otro sistema electrónico | Organizaciones de liquidación designadas por Euronext.Alternext Market Book Rule 6.6 | Conforme a las normas aplicables al Mercado Regulado German Securities Trading Act. | Conforme Nasdaq OMX Member Rules (NMR) | Los procedimientos deben ser autorizados previamente por la CNMV y ajustarse a los que se apliquen, con carácter general, al resto de valores negociados en las Bolsas españolas. Circular 1 de Iberclear |

TABLA 10- CONTINUACIÓN. Modelos de Mercados y Normas de Funcionamiento: AIM, Alternext, Entry Standard, First North, MAB-EE

| Admisión de instrumentos a negociación: Títulos y Emisores | | | | | |
|---|--|--|---|--|--|
| | AIM | Alternext | Entry Standard | First North | MAB-EE |
| a) Títulos que pueden acceder al mercado: | | | | | |
| Títulos: acciones | ISIN Transferibles, De la misma clase Desembolsados Liquidables electrónicamente | ISIN Negociables, transferibles Registrables y Liquidables electrónicamente | ISIN Incluidos en el Open Market Nominal de la acción= 1€ | ISIN De la misma clase, Negociables Registrables y Liquidables electrónicamente Nominal: 0,50€ o moneda equivalente | ISIN Negociables, Transferibles Desembolsados Representados en anotaciones en cuenta |
| b) Requisitos exigidos al emisor para acceder al mercado: | | | | | |
| - Tamaño mínimo | NO | 2,5Mill € | Capital=750.000€ | NO | NO |
| - Antigüedad mínima | NO | 2 años | 2 años | 2 años | NO |
| - N° mínimo de accionistas | NO | NO/ al menos 3 accionistas no significativos | 30 | SI ³² | NO |
| - Periodo Lock in | SI, | NO | NO | NO | SI, si antigüedad <2años |
| - Capitalización mínima | NO | 2,5 Mill € | NO | NO | NO |
| - Free float | NO | 2,5 Mill € | 10% del capital | 10% C. social o derechos de voto | 2 Mill € |
| Proveedor de Liquidez | NO | SI , en función de liquidez | SI- si la negociación es continua vía XETRA | SI- si el 10% del capital no está en manos públicas | SI |
| Especialistas para validar y apoyar al emisor | Nomad/Broker | Listing Sponsor | Co-Applicant/Deutsche Börse Listing Partner | Certified Adviser | Asesor Registrado |
| Régimen contable | Gaap nacionales/NIIF/ Otros Gaap ³⁰ | Gaap Nacionales /NIIF /Otros | Gaap nacionales /NIIF | Gaap nacionales/ NIIF | Gaap nacionales/NIIF/US GAAP |
| Idioma/información publicada | Inglés | Inglés y la lengua de la plaza de admisión a negociar ³¹ | Alemán o Inglés | Local/ inglés ³³ | Español/Inglés |
| Tasas de admisión y permanencia | SI | SI | SI | SI | SI |
| Web para publicar Información | SI y además un Regulatory Information Service | SI | SI | SI | SI |

30 En AIM Otros Gaap= Us/ Canadian/Australian/Japanese; En Alternext Otros Gaap=US/Canadian/Japanese/Chinese/South Korean/Indian

31 Francés en Alternext París y Alternext Bruselas; Neerlandés en Alternext Amsterdam; Portugués en Alternext Lisboa

32 Un n° suficiente de accionistas con participaciones de acciones de valor al menos de 500€ y el 10% de las acciones en manos públicas o que la empresa tenga un proveedor de liquidez

33 Icelandic, Swedish, Danish, Norwegian, Finish or English. La bolsa puede exigir publicar en inglés, si la capitalización del Mercado de las acciones es mayor a 150 M. de € o el importe equivalente en otra moneda local, y más del 50% de las acciones están en manos de extranjeros, de quienes razonablemente NO se espera que conozcan la lengua generalmente usada por la compañía en sus notas de prensa/anuncios.

TABLA 10- CONTINUACIÓN. Modelos de Mercados y Normas de Funcionamiento: AIM, Alternext, Entry Standard, First North, MAB-EE

| Transparencia del Mercado: Obligaciones de Difusión de Información del Emisor | | | | | |
|--|--|---|---|---|--|
| | AIM | Alternext | Entry Standard | First North | MAB-EE |
| a) En el momento de su acceso al mercado | | | | | |
| Método de Acceso | Documento | Documento | Documento | Documento | Documento |
| Oferta Pública de Venta de Acciones | Folleto aprobado por “Financial Services Authority” –FSA. | Folleto aprobado por “Autorité des Marchés Financiers”- AMF. | Folleto aprobado por el regulador alemán BaFin | Folleto aprobado por el regulador | Folleto aprobado por la CNMV |
| Registro sin Oferta Pública de Valores ³⁴ | Admission Document | Circular informativa NO vista por AMF | | Company Description | Documento Informativo de Incorporación |
| b) Durante su Permanencia en el Mercado | | | | | |
| | <ul style="list-style-type: none"> -Hechos relevantes - Cuentas anuales auditadas - Resultados 1º semestre sin auditar -Variaciones en participación de Consejeros empleados -Calendario Corporativo - Operaciones financieras que superen los class test en: 5% si afectan a Consejeros/Directivos s,10%, 75%,100%. | <ul style="list-style-type: none"> - Hechos relevantes -Cuentas anuales auditadas - Resultados 1º semestre sin auditar - Documentos de J.G.A. - Variación en Participaciones significativas +/- 50%y/o +/- 95% Variaciones en participación de Consejeros y Directivos - Actuaciones Corporativas (record dates) | <ul style="list-style-type: none"> - Hechos relevantes -Cuentas anuales auditadas - Resultados 1º semestre sin auditar - Perfil de la empresa actualizado anualmente - Calendario Corporativo actualizado del emisor -Actuaciones Operaciones | <ul style="list-style-type: none"> -Hechos Relevantes -Cuentas Anuales auditadas -Resultados 1º semestres sin auditar -Resultados trimestrales opcional para la compañía -Variaciones en las estimaciones publicadas de resultados financieros -Participaciones de los accionistas significativos -Composición del Consejo y de los principales directivos seniors | <ul style="list-style-type: none"> - Hechos Relevantes - Cuentas anuales auditadas -Resultados 1º semestre sin auditar - Accionistas con participación mayor al 10%, sus múltiplos y sus variaciones - Participación de Consejeros/Directivos igual al 1% y sus variaciones - Pactos parasociales que limiten la transmisibilidad de las acciones o afecten al derecho de voto |
| Inversores a los que se destinan los valores: | | | | | |
| Inversores | Todos, preferentemente Institucionales | Todos, preferentemente Institucionales | Todos, preferentemente Institucionales | Todos, preferentemente Institucionales | Todos, |

³⁴ No es obligatorio registrar folleto en el organismo regulador si el importe de la oferta es menor a 2,5 millones de euros, si la oferta se dirige solo a inversores cualificados, si la oferta se dirige a menos de 100 inversores por estado miembro de la UE, sin incluir los inversores cualificados o si la oferta se dirige a inversores que adquieran un mínimo de 50.000 euros cada uno.

TABLA 10- CONTINUACIÓN. Modelos de Mercados y Normas de Funcionamiento: AIM, Alternext, Entry Standard, First North, MAB-EE

| Obligaciones de Transparencia: Obligaciones de Difusión de información del Mercado | | | | | |
|---|--|---|---|---|---|
| | AIM | Alternext | Entry Standard | First North | MAB-EE |
| Difusión de información de la negociación: clase de órdenes, fijación de precios y asignación de títulos | | | | | |
| | Rules of the London Stock Exchange Rule 3040 | Negociación en central order book: Rules de los mercados regulados de Euronext-Alternext Markets Rules Book-Chapter 6 Negociación a través de TCS System: Rule 6.4 | Conforme a las normas aplicables al Mercado Regulado | Difusión de precios, volúmenes y profundidad de las órdenes por los mismos canales que se utilizan para el mercado regulado. First North Nordic-Rulebook | Normas generales del mercado español de acciones en el Sistema de Interconexión Bursátil. |
| Orden del Mercado – Suspensión de la Contratación/ Exclusión del Mercado | | | | | |
| Suspensión de la contratación: | London Stock Exchange | -Alternext | Deutsche Börse a petición del Co-Applicant ³⁵ | La bolsa que opera cada First North | - CNMV - MAB |
| Exclusión del Mercado: | - London Stock Exchange - El emisor a petición del 75% de votos | -Alternext - A petición del emisor -A petición del 100% de los accionistas | -Deutsche Börse -El emisor | -First North - A petición de 2/3 de accionistas presentes y representados en J.G.A. First North Nordic-RuleBook :Supplement D | - CNMV - MAB - Petición del 100% de los accionistas |
| Supervisión del mercado | | | | | |
| | Nomads Bolsa de Londres | Listing Sponsors Euronext Autorité des Marchés Financiers | - Co-Applicant - Bolsa de Frankfurt: Exchange Supervisory Authority -Federal Financial Supervisory Authority (BaFin). | -Certified Adviser La Bolsa que gestiona cada uno de los mercados “First North” | Asesor Registrado MAB CNMV |

Elaboración propia

Fuente: London Stock exchange (2014)AIM Rules for Companies y AIM Rules for Nominated Adviser; Euronext N.V. (2014)Alternext Market Rules Book; Deutsche Börse Group (2013) General Terms and Conditions of Deutsche Börse AG for the regulated unofficial market on Frankfurter Wertpapierbörse Open Market); Nasdaq OMX First North (2010) First North Nordic RuleBook; Nasdaq OMX (2014)Nasdaq OMX Nordic Member Rules;Bolsas y Mercados Españoles (2008)(2010)(2011)(2013)(2014) Circulares MAB-EE; Reglamento General.

³⁵ Se suspende en el Entry Standard pero se mantiene la inclusión en el Open Market

TABLA 11. Modelos de Mercado y Normas de Funcionamiento: EN.A, ESM, MAC, Third Market, New Connect

| Descripción del Mercado | | | | | |
|---|---|--|---|--|---|
| Nombre | ENA www.helex.gr | ESM | AIM Italia-MAC | Third Market | New Connect |
| Identidad | Mercado | Mercado | Mercado | Mercado | Mercado |
| Tipo de Mercado/Segmento | SMN-Regulado No Oficial | SMN-Regulado No Oficial | SMN-Regulado No Oficial | SMN-Regulado No Oficial | SMN-Regulado No Oficial |
| Promotor del Mercado/Segmento | Bolsa de Atenas | Bolsa de Irlanda | Borsa Italiana | Wiener Börse AG | Bolsa de Varsovia |
| Fecha de creación | 2008 | 2005 | 2007 ³⁶ | 2002 | 2007 |
| Normativa del Mercado | EN.A Rules Book | ESM Rules for Companies Rules for ESM Advisers Rules of Irish Stock Exchange | Regolamento AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale: - Rules for Companies - Rules for Nominated Adviser - Membership and Trading Rules - Disciplinary Procedures and Appeals Handbook | -Rules for the Operation of the Third Market -Stock Exchange Act, General Terms and Conditions of Business of Wiener Börse AG -Trading Rules for the Automated Trading System XETRA -Rules for the Clearing and Settlement of Trades concluded on Wiener Börse -Securities Supervision Act | Alternative Trading System Rules y Exhibits Trading Act Public Offering Act |
| Plataforma de negociación | Integrated Electronic Trading System (System) | ISE Xetra | TradElect | XETRA | UTP-Universal Trading Platform |
| Compensación y Liquidación de operaciones | ATHEXClear System /Helex Article 56 | Sistema Electrónico de Liquidación Crest | Monte Titoli SpA | Sistemas de CCP Austria Abwicklungsstelle für Börsengeschäfte GmbH | National Depository |
| Custodia de los títulos | n.d | Registrar | nd | Un depositario central de títulos | Nacional Depository for Securities |

³⁶ MAC nace en el año 2007, AIM Italy nace en el año 2008, ambos mercados se fusionan en el año 2012 y nace AIM Italy-MAC

TABLA 11-CONTINUACIÓN. Modelos de Mercado y Normas de Funcionamiento: EN.A, ESM, MAC, Third Market, New Connect

| Los Miembros del Mercado | | | | | |
|--|--|---|---|---|--|
| Acceso al Sistema- Condición de miembro | | | | | |
| | ENA | ESM | AIM Italia –MAC | Third Market | New Connect |
| Miembros del mercado o Participantes | Los miembros de Athex Stock Exchange | Los miembros de la Bolsa de Irlanda “General Trading Member Firm” | Los autorizados por Börsa Italiana-Membership and Trading Rules | Los miembros de Wiener Börse AG | Los miembros de la Bolsa que son autorizados para realizar transacciones en el New Connect |
| Negociación entre miembros: | | | | | |
| a) Negociación justa y ordenada y Ejecución eficaz de las órdenes | | | | | |
| | “Sistema electrónico de negociación de ATHEX” | Rules of Irish Stock Exchange- Capítulo 5: Trading on the Electronic Trading System | Membership and Trading Rules-Order Book Trading Rules | Trading Rules for the Automated Trading System XETRA® (Exchange Electronic Trading) | Exhibit 2- Rules of Financial Instrument Trading in the Alternative Trading System |
| b) Liquidación eficiente | | | | | |
| | Alternative market, operating rules , Section 4 article 48 | Rules of Irish Exchange – Capítulo 8: Clearing and Settlement | Membership and Trading Rules- Settlement | Central Counterparty Austria GmbH (CCP.A) | Exhibit 2- Rules of Financial Instrument Trading in the Alternative Trading System-Chapter 8 |

TABLA 11-CONTINUACIÓN. Modelos de Mercado y Normas de Funcionamiento: EN.A, ESM, MAC, Third Market, New Connect

| Admisión de instrumentos a negociación: Títulos y Emisores | | | | | |
|---|---|---|--|--|---|
| | ENA | ESM | AIM Italia -MAC | Third Market | New Connect |
| a) Títulos que pueden acceder al mercado: | | | | | |
| Títulos: acciones | ISIN Negociables, Desembolsados De la misma clase Desmaterializadas | ISIN Transferibles Desembolsados De la misma clase Liquidables electónicamente | ISIN Transferibles Desmaterializadas Liquidables electónicamente | ISIN Transferibles Liquidables electónicamente | ISIN Transferibles Desmaterializadas Valor nominal mínimo: 0,10 PLN |
| b) Requisitos exigidos al emisor para acceder al mercado: | | | | | |
| - Tamaño mínimo | 1 millón de euros | NO | NO | NO | 500.000 PLN o captar este importe en el acceso al mercado |
| - Antigüedad mínima | 2 años/1 año si valida Admission Consultant | NO | NO | 1 año | 1 año(debe presentar las cuentas anuales de 1 año) |
| - N° mínimo de accionistas | 50 con menos del 5% de los títulos negociados | NO | 5 institucionales o 12 de los cuales 2 sean institucionales | NO | 10 con menos del 5% de los derechos de voto |
| - Lock in | 1 año | 1 año | 1 año | NO | NO |
| Capitalización mínima | NO | 5 Mill € | NO | NO | No |
| - Free float | 10% de los títulos admitidos y 15% después de 6 días de negociar | NO | 10% | NO | 15% |
| Proveedor de Liquidez | n.d. | NO | SI (Membership and Trading Rules-Specialist Rules) | SI, si negociación: es subasta; Market Maker en negociación continua | SI/ Market Maker al menos 2 años según la liquidez |
| Especialista para validar y apoyar al emisor | Consultant, 2 años obligatorio, luego opcional | ESM Adviser/Broker mientras esté en ESM | Nominated Adviser mientras esté en el AIM Italia-MAC | Capital Market Coach | Authorised Adviser al menos tres años. Después la bolsa puede eximir de esta obligación |
| Régimen contable | IAS/NIIF | Gapp nacional/NIIF/UsGaap/Canadian Gaap/Australian Gaap/Japanese Gaap | Gaap nacional/NIIF/US Gaap | GAAP nacionales/NIIF | GAAPs reconocidos internacionalmente/ GAAP país sede social del emisor |
| Idioma información publicada | Griego/Inglés | Inglés | Italiano o Inglés | Alemán /Inglés | Polaco/Inglés |
| Tasas | SI | SI | SI | SI | SI |
| Web para publicar información | SI | SI y además un Regulatory Information Service-RNS | SI y además un Regulatory Information Service-RNS | SI | SI |

TABLA 11-CONTINUACIÓN. Modelos de Mercado y Normas de Funcionamiento: EN.A, ESM, MAC, Third Market, New Connect

| Transparencia del Mercado: Obligaciones de Difusión de Información del Emisor | | | | | |
|--|---|--|---|---|---|
| | ENA | ESM | AIM Italia -MAC | Third Market | New Connect |
| a) En el momento de su acceso al mercado | | | | | |
| Método de Acceso | Documento | Documento | Documento | Documento | Documento |
| Oferta Pública de Venta de Acciones | Folleto aprobado por "Hellenic Capital Market Commission (H.C.M.C.)" | Folleto aprobado por el supervisor del mercado | Folleto aprobado conforme | Folleto aprobado conforme a Capital Market Act | Folleto aprobado por la Financial Supervisory Authority |
| Registro sin Oferta Pública de Valores ³⁷ | Admission Information Document | Admission Document | Admission Document | Company Description, Financial Statements or Annual Report | Information Document |
| b) Durante su Permanencia en el Mercado | | | | | |
| | <ul style="list-style-type: none"> - Hechos relevantes - Cuentas anuales auditadas - Resultados 1º semestre sin auditar -Resoluciones de la J.G.A. -Variaciones en los derechos de voto en 5%, 10%, 20%, 1/3, 50% y 2/3 -Variaciones en acciones propias en cartera | <ul style="list-style-type: none"> - Hechos relevantes - Cuentas anuales auditadas - Resultados 1º semestre sin auditar - Documentos de J.G.A. -Operaciones financieras que desvían alguno de los class test un: 10%, 75%,100% -Operaciones financieras de Consejeros/Directivos que desvían alguno de los class test un 5%, | <ul style="list-style-type: none"> - Hechos relevantes - Cuentas anuales auditadas -Resultados 1º semestre sin auditar -Operaciones financieras que desvían alguno de los class test un: 25%, 75%,100% -Transacciones de Consejeros y empleados, les aplica Consob's regulation -Calendario anual de actos corporativos | <ul style="list-style-type: none"> -Hechos Relevantes -Cuentas Anuales auditadas -Resultados 1º semestre sin auditar -Calendario Corporativo -Variaciones superiores al 20% en las estimaciones de resultados publicados - Algunas normas de Gobierno Corporativo en función del perfil del emisor -Información de la J.G.A. -Fechas de publicación de los resultados y cuentas anuales | |
| Inversores a los que se destinan los valores: | | | | | |
| Inversores | Todos, preferentemente Institucionales | Todos, preferentemente Institucionales | Todos, preferentemente Institucionales | Todos, preferentemente Institucionales | Todos |

³⁷ No es obligatorio registrar folleto en el organismo regulador si el importe de la oferta es menor a 2,5 millones de euros, si la oferta se dirige solo a inversores cualificados, si la oferta se dirige a menos de 100 inversores por estado miembro de la UE, sin incluir los inversores cualificados o si la oferta se dirige a inversores que adquieran un mínimo de 50.000 euros cada uno.

TABLA 11-CONTINUACIÓN. Modelos de Mercado y Normas de Funcionamiento: EN.A; ESM; MAC; Third Market; New Connect

| Obligaciones de Transparencia: Obligaciones de Difusión de información del Mercado | | | | | |
|---|--|---|--|---|---|
| | ENA | ESM | AIM Italia-MAC | Third Market | New Connect |
| Difusión de información de la negociación: clase de órdenes, fijación de precios y asignación de títulos | | | | | |
| | ATHEX Rulebook for the Securities Market- Alternative market, operating rules Section 6, articles 57,58 y 59 | Rules of Irish Stock Exchange- Capítulo 5: Trading on the Electronic Trading System | Membership and Trading Rules- Transparency | Trading Rules for the Automated Trading System XETRA® (Exchange Electronic Trading) | Exhibit 2- Rules of Financial Instrument Trading in the Alternative Trading System-Chapter 12 |
| Orden del Mercado – Suspensión de la Contratación/ Exclusión del Mercado | | | | | |
| Suspensión de la contratación: | Athex Stock Exchange | Iris Stock exchange | Borsa Italiana- Membership and Trading Rules- Surveillance | Wiener Börse AG | Warsow Stock Exchange |
| Exclusión del Mercado: | Athex Stock Exchange Por acuerdo del 95% de los derechos de voto Por acuerdo de mayoría simple de derechos de voto de transferencia al mercado regulado. | Irish Stock Exchange Petición del 75% de los accionistas | Borsa Italiana Petición del 90% de los accionistas | Wiener Börse AG | Warsow Stock Exchange El Emisor sujeto a exigencias de la Junta |
| Supervisión del mercado | | | | | |
| | Athex Stock Exchange Hellenic Capital Market Commission (H.C.M.C.) | Iris Stock Exchange | Borsa Italiana | Wiener Börse AG | La Bolsa de Varsovia |

Elaboración propia

Fuente: Athens Exchange S.A. (2007) Alternative Market (EN.A.) Brief Informative Leaflet; Irish Stock Exchange (2007)(2014) ESM Rules for Companies; Rules for Enterprise Securities Market Advisers; Rules of the Irish Stock Exchange plc; Borsa Italiana- London Stock Exchange Group (2008) Regolamenti AIM Italia- AIM Italia market rules; Borsa Italiana- London Stock Exchange Group (2009)(2012)(2014) Regolamento del Mercato Alternativo del Capitale; AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale, Regolamento Emittenti; AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale, Rules for Companies; Rules for Nominated Adviser; Membership and Trading Rules; Wiener Börse (2009) (2014) Rules for the Operation of the Third Market; Wiener Börse (2010) Rules for the Clearing and Settlement of Exchange Trades by CCP Austria; Trading Rules for the Automated Trading System, XETRA; Wiener Börse (2011) Mid Market Rules; Warsaw Stock Exchange (2014)(2013) Alternative trading system rules y Exhibits 2 y 3.

Esta sección ha tenido por objetivo presentar la dimensión de cada uno de los nuevos mercados alternativos europeos. En ella, se ha mostrado el número de compañías registradas y la evolución del registro de empresas, en cada uno de los mercados, las industrias a las que pertenecen esas empresas y su tamaño de acuerdo a su capitalización bursátil. Además, teniendo en cuenta el número de empresas registradas y su valor de mercado, al 31 de marzo de 2014, se ha dimensionado el espectro de mercados europeos a los que los pequeños negocios han acudido a captar financiación.

En la siguiente sección se continúa con el estudio para conocer el éxito de los mercados alternativos en facilitar financiación. Para ello, se analizarán las ofertas públicas de venta de acciones con el objetivo de conocer: la financiación captada por las empresas en el momento de salir a cotizar, los costes directos de la operación de salida y el coste indirecto de la infravaloración, según el precio alcanzado en el mercado el primer día de cotización.

4. OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA INICIAL DE ACCIONES (OPVs)

Otro de los objetivos de la investigación es comprobar la financiación que los mercados alternativos de valores europeos facilitan a las empresas el día que acceden a cotizar. Para ello, en este capítulo se analizarán las ofertas públicas de venta de acciones, por ser una fórmula que las empresas pueden utilizar para acceder y captar financiación en un mercado de valores. Con este mecanismo, las empresas obtienen financiación por la vía de los fondos propios. En la operación las compañías venden una parte de su capital social y permiten el acceso de nuevos accionistas. En cuanto a las acciones que ofrecen vender estas pueden ser acciones de nueva emisión, acciones ya existentes o una oferta conjunta de acciones nuevas y acciones viejas. En el caso de que las acciones de la oferta sean todas de nueva emisión, la operación se denomina Oferta Pública de Suscripción de Acciones (OPS), y en el caso de que las acciones que se ofrecen vender sean acciones ya existentes se denomina a la operación Oferta Pública de Venta de Acciones (OPV).

Estas ofertas se circunscriben a las realizadas por las compañías en el momento de acceder a cotizar y en la exposición se utilizará la denominación de Oferta Pública de Venta de Acciones (OPV), tanto si la oferta está compuesta solo de acciones nuevas como si solo está compuesta de acciones viejas o de una combinación de ambas. La finalidad del análisis es conocer la financiación captada en el mercado en el momento de salir a cotizar, los costes directos de la operación de salida y el coste indirecto de la infravaloración según el precio de cierre del primer día de cotización.

Con relación al campo de estudio se utilizan las OPVs realizadas en el mercado Alternext y en el MAB-EE. Se selecciona el mercado Alternext por ser la primera fórmula de este tipo de mercados que se crea en la Eurozona y, porque conforme se mostró en el capítulo anterior, su vida operativa, su dimensión y las características de sus empresas son similares a la vida operativa, dimensión y características de las empresas del mercado alemán Entry Standard y del nórdico First North. Esto sugiere que los resultados de este mercado podrían extenderse al mercado alemán y al nórdico. Por su parte, la vida operativa, la dimensión del mercado y la tipología del mercado español se acercan más a la vida operativa, dimensión y a las características de las empresas que se cotizan en el resto de los mercados. Por ello, se considera que sus resultados podrían extenderse al italiano AIM Italia-MAC, al griego ENA, al austriaco Third Market y al irlandés ESM.

En cuanto al procedimiento que se sigue, en primer lugar, se presenta una revisión de los trabajos de investigación relativos a los costes de salir a cotizar a un mercado de valores, en segundo lugar, se describen las ofertas públicas de venta de acciones realizadas en el mercado Alternext y en el mercado MAB-EE, en tercer lugar, se exponen las razones dadas por las compañías por las que

deciden salir a cotizar y se finaliza con las principales características de las ofertas públicas de venta de acciones realizadas en Alternext y en MAB-EE.

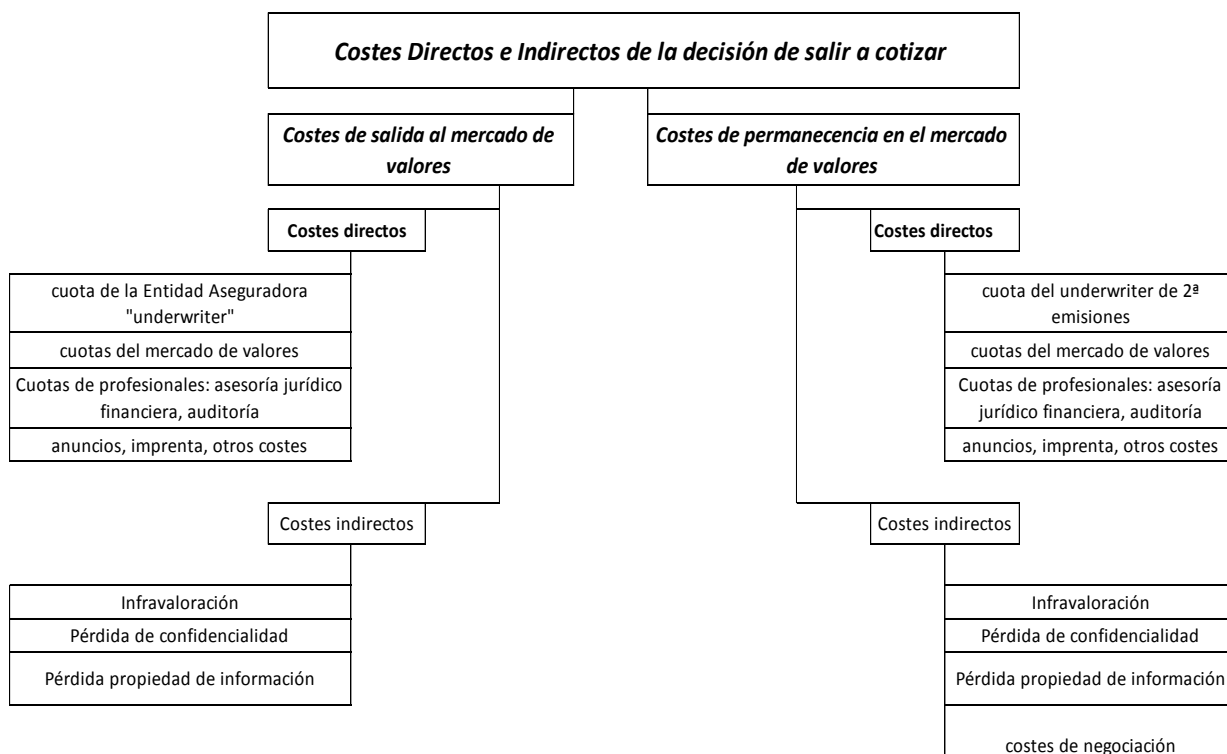
4.1 Los costes de salir a cotizar a un mercado de valores

La literatura económica financiera divide los costes de salir a cotizar en costes directos y costes indirectos. Los costes directos incluyen las cuotas pagadas a profesionales como: la entidad aseguradora de la oferta, también conocido como “underwriter”, los abogados y auditores, las cuotas de la bolsa, los anuncios, imprenta y gastos para cumplir con las normas. En los costes indirectos el más importante es la infravaloración y la pérdida de la propiedad de información.

Además a estos costes de captar capital en los mercados de valores hay que añadir los costes de permanencia³⁸ en el mercado secundario. En particular, los costes directos e indirectos de negociación a los que se enfrentan el emisor y los inversores, costes que también tienen un impacto importante sobre la valoración de la acción y sobre el coste de captar capital, Tabla 12.

³⁸ Costes de permanencia en el mercado incluyen: cuotas a los organismos, costes contables y de auditoría, asesores, imprenta, anuncio. A estos se sumarían los costes de segundas emisiones que la compañía realizara a las que estaría asociado también el coste indirecto de la infravaloración. Otro coste importante sería los costes de negociación en el mercado secundario que engloban los costes directos de las comisiones de los brokers y el coste indirecto de la liquidez del valor en el mercado.

TABLA 12. Costes directos e indirectos asociados a la decisión de salir a cotizar al mercado de valores



Fuente: Kaserer y Schiereck (2007) y Oxera (2006)

Con relación a los costes directos e indirectos de negociación a los que se enfrentan el emisor y los inversores Kaserer y Schiereck (2007) señalan que, en los costes directos de negociación en el mercado secundario, estarían las comisiones de los brokers y las cuotas pagadas a la bolsa y que el coste indirecto de negociación sería el coste indirecto de la liquidez, medida con los “spreads” efectivos o impacto del mercado. Estos autores estudian las diferencias del coste de salir a cotizar y del coste de permanecer posteriormente en el mercado en función de la bolsa que escoja la compañía para salir a cotizar. Para ello, utilizan datos de las OPVs realizadas desde 1999 a 2007 en seis bolsas: Deutsche Börse, Euronext, Bolsa de Londres, Bolsa de Hong Kong, NYSE y Nasdaq.

También Oxera (2006) comprueba que los costes de captar capital en: la Official List de la Bolsa de Londres, en el AIM, en Deutsche Börse, en Euronext, en NYSE y en Nasdaq, se incrementan con los costes de negociación en los mercados secundarios. Por un lado, los costes directos de las comisiones del bróker y las cuotas de la bolsa, y por otro, con el coste indirecto de la liquidez medida con los “spreads” efectivos o impacto del mercado.

En la exposición que continúa de los estudios de investigación realizados sobre los costes de las OPVs, en primer lugar, se exponen los trabajos relativos al coste total de salir a cotizar, entendiendo como tal, aquel que engloba tanto a los costes directos de salir a cotizar como al coste indirecto de la

infravaloración. En segundo lugar se exponen los trabajos que estudian el coste directo de la entidad aseguradora de la OPV o “underwriter”, que es el componente más importante de los costes directos de la operación, en tercer lugar se exponen los estudios del coste indirecto de la infravaloración y por último se exponen otros estudios relativos a la influencia que tienen las condiciones del mercado de valores en los resultados de la OPV.

4.1.1 Coste total de salir a cotizar

El coste total de salir a cotizar se refiere a la suma de los costes directos más el coste indirecto de la infravaloración. Ritter (1987) en una muestra de OPVs realizadas en US en el periodo 1977-1982 estudia los dos componentes más importantes del coste total de salir a cotizar, las cuotas de la entidad aseguradora de la OPV y la infravaloración. En su conclusión señala que en conjunto ambos costes fueron económicamente significativos y expresados en porcentaje medio respecto al valor en el mercado de la emisión representaron un 21,22% en las commitment offers³⁹ y un 31,87% en las best efforts offers⁴⁰.

En la década siguiente Lee, Lochhaed y Ritter (1996) informan de los costes promedios de captar deuda y capital en US desde 1990 a 1994. Conforme a otros estudios encuentran que en promedio las OPVs están infravaloradas. El rendimiento promedio inicial fue del 12%, y sus costes directos promedios fueron el 11% de los recursos captados en la OPV. Según estos datos un emisor con un precio de oferta de 10 dólares recibió unos recursos netos de 8,90 dólares sobre una acción que se negocia a 11,20 dólares. Teniendo en cuenta la diferencia entre el precio de mercado y el importe recibido por el emisor tras descontar del precio de oferta los costes directos totales, los costes directos e indirectos son de 2,3 dólares que suponen el 20,5% del valor de mercado.

³⁹ En la firm commitment offer, la emisora y su entidad aseguradora o “underwriter” emiten un folleto preliminar y solicitan a los potenciales inversores indicaciones de interés sobre la oferta. En ese folleto se incluye un rango tentativo del precio mínimo y precio máximo y un número tentativo de acciones a vender. El número real de acciones mínimo y máximo así como el precio de oferta real se fijan en la reunión que mantienen el banco de inversión y la emisora el día anterior a la oferta; el precio de la oferta y el número de acciones pueden ser, y frecuentemente lo son, sustancialmente diferentes a los señalados en el folleto preliminar. En este tipo de oferta, la entidad aseguradora garantiza a la emisora y al precio de oferta fijado la entrega de los recursos netos de comisiones, tanto si la emisión se suscribe totalmente como si no se suscribe. También normalmente se concede a la entidad aseguradora una “overallotment opción” o “Green Shoe” para vender un porcentaje (15%) más de acciones. Una vez fijado el precio de la oferta las acciones no se pueden vender a un precio más alto aunque la demanda sea inesperadamente fuerte.

⁴⁰ En la best efforts offer la emisora y su asegurador acuerdan un precio de oferta y un número mínimo y máximo de acciones a vender. Tras la aprobación de la oferta por el organismo regulador la entidad aseguradora distribuye un folleto y realiza sus mejores esfuerzos “best efforts” para vender las acciones a los inversores. Durante este periodo de venta los inversores interesados indican su interés depositando dinero en una cuenta establecida por el asegurador o “underwriter”. Si en un periodo especificado no se vende el número mínimo de acciones al precio de oferta, la emisión se retira del mercado se devuelve el dinero a los inversores y la emisora no recibe dinero.

4.1.2 Coste directo de la Entidad Aseguradora

Dentro de los costes directos de salir a cotizar la partida más importante es la cuota de la entidad aseguradora de la oferta que suele ser un porcentaje de los recursos brutos captados en la emisión⁴¹. Esta cuota también se la conoce como “gross spread” y recoge las comisiones que el emisor de los títulos acuerda pagar a la entidad aseguradora por prestarle una serie de servicios entre ellos la certificación de la calidad de la emisión. El término “entidad aseguradora” “asegurador” y “underwriter” se utilizan indistintamente en este estudio para referirse a la entidad que se compromete con el emisor a colocar los valores emitidos en la OPV; los términos “cuota de la entidad aseguradora”, “cuota del asegurador” y “gross spread” se utilizan indistintamente para referirse al coste de la entidad aseguradora de la oferta.

Históricamente este “gross spread” ha sido más alto en los mercados de EEUU que en los mercados de otros países. Así, mientras que en US prevalece la cuota del 7% del capital captado en el mercado, en el resto de países esta cuota ha sido prácticamente la mitad.

Ritter (1987) informó que, para una oferta de un tamaño dado, los costes directos fijos eran de 250.000 dólares, importe fijo al que había que añadirle el coste directo variable de la cuota del underwriter de entorno al 7% de los recursos brutos captados en la emisión. Una década después Lee, Lochhaed y Ritter (1996) en una muestra de 1767 OPVs “commitment offer” realizadas en US desde 1990 a 1994 encuentran que el promedio de la cuota pagada a la entidad aseguradora de las OPVs es del 7,31% pero en las OPVs de tamaño moderado de 20 a 60 millones de dólares observan una fuerte agrupación en el 7%. Pagano, Panetta y Zingales (1998) para una muestra de 69 empresas italianas que salieron a cotizar a la Bolsa de Milán en el periodo 1982-1992 manifiestan que en Italia los costes directos fijos no difieren significativamente de los costes de EEUU informados en Ritter (1987) pero que el coste del “underwriter” era del 3,5% de los recursos captados en la emisión resultando en Italia un coste directo global menor al de US. Torstila (2001) comprueba en una muestra de 506 OPVs realizadas en varios países europeos entre 1986 y 1999 que el nivel del 7% en Europa era prácticamente inexistente, excepto en las OPVs realizadas en el Easdaq donde el “gross spread” típico osciló en el rango del 6% al 7%. Dos años más tarde Torstila (2003) facilita estadísticas del nivel del “gross spread” en países de Asia, Europa y Norteamérica e informa de un “gross spread” medio en US del 7,5%, en Asia del 2,5% y en Europa de un 3,8%. Por su parte, Oxera

⁴¹ En algunas OPVs la cuota del “underwriter” incluye warrants de acciones del emisor. Estos warrants incrementan el coste total de la oferta a no ser que se compensen reduciendo otras partidas de coste. Barry, Muscarella y Vetsuypens (1991) encuentran que los warrants predominan en las emisiones de más riesgo y que reducen la asimetría de información, a la que se enfrentan los inversores, al unir la compensación del “underwriter” al precio futuro de la emisión. También constatan una mayor infravaloración en las emisiones cuya cuota de “underwriter” incluye warrants.

(2006) compara los costes de captar capital en el Main Market y en el AIM de la Bolsa de Londres con: los costes de captar capital en dos de las principales bolsas europeas, Deutsche Börse y Euronext y con los costes de captar capital en dos bolsas de US, Nyse y Nasdaq. La muestra de OPVs va desde 1986 a 1999 y concluye que captar capital en la Bolsa de Londres es más barato que captarlo en Nyse y Nasdaq. Las cuotas pagadas al asegurador en Londres son similares a las pagadas en Deutsche Boerse y Euronext mientras que en Nyse y Nasdaq sistemáticamente las transacciones son más caras. Estas cuotas en las bolsas europeas de promedio oscilaron entre 3%-4% y en US las más comunes entre el 6,5%-7%.

El menor precio de la entidad aseguradora en las emisiones europeas también lo constatan Kaserer y Schiereck (2007). En su estudio en una muestra de 2.229 emisiones nuevas realizadas en el periodo 1999-2007 en Nyse, Nasdaq, Hong Kong, Bolsa de Londres, Deutsche Boerse y Euronext encuentran que: el valor moda tanto en Nyse como en Nasdaq fue del 7%, que un tercio de las OPVs realizadas en Nyse tuvieron las cuotas del banco de inversión exactamente este valor y que en el Nasdaq este porcentaje se situó en el 87% de las emisiones. Estas cuotas en los mercados europeos oscilaron entre un 3,6% de la Bolsa de Londres y un 4,8% de Euronext.

Esta tendencia en US de agrupar las cuotas pagadas a los aseguradores en el porcentaje del 7% se produjo en mayor medida en los años 90. Chen y Ritter (2000) constatan que entre 1985 y 1987 solo un cuarto de las OPVs de entre 20 y 80 millones de dólares tuvieron el “gross spread” del 7% mientras que en 1995-1998 más del 90% de las OPVs de este mismo tamaño los emisores pagaron exactamente un “gross spread” del 7%, “gross spread” que además era tres veces mayor al pagado una década anterior. También Hansen (2001) informa que la frecuencia con la que se usa un 7% de “gross spread” en las OPVs en US pasó desde seis en 1981 a cientos en los 90s y Aggrawal, Prabhala y Puri (2002) confirman en una muestra de 164 OPVs de US realizadas entre 1997 y 1998 que dos tercios de la muestra de OPVs de US se agrupa entorno al 7% de “gross spread”.

En la Tabla 13 se relacionan una serie de estudios que muestran la diferencia en la cuota de la entidad aseguradora de la OPV en EEUU y Europa.

Mercados de Valores para Empresas de Pequeña y Mediana Capitalización: Un Nuevo Modelo Alternativo de Mercado de Valores en Europa

TABLA 13. Coste Directo de salir a cotizar: Cuota de la Entidad Aseguradora de la OPV

| Pais | Fuente | Mercado | Periodo | Tamaño de la muestra | Cuota media de la Entida Aseguradora (valor mediano) |
|--------------------|----------------------------------|--------------------------------|---------------|----------------------|--|
| USA | | | | | |
| | Ritter (1987) | USA | 1977-1982 | 1028 | 7% |
| | James (1992) | USA | 1980-1983 | 520 | 8% |
| | Beatty y Welch (1996) | USA | 1992-1994 | 823 | 7,27% |
| | Lee y otros (1996) | USA | 1990-1994 | 1767 | 7,31% |
| | Chen y Ritter (2000) | USA | 1985-1998 | 3203 | 7% |
| | Hansen (2001) | USA | 1980-1998 | 4153 | 6,98% |
| | Aggarwal, Prabhala y Puri (2002) | USA | 1997-1998 | 164 | 7,00% |
| | Torstila (2003) | USA | 1986-1999 | 6573 | 7,50% |
| | Oxera (2006) | Nyse | 2003-jun 2005 | 74 | (6,5%) |
| | | Nasdaq | | 192 | (7%) |
| | Kaserer (2007) | Nyse | 1999-2007 | 44 | 6,15% (6,5%) |
| | | Nasdaq | | 784 | 6,91% (7%) |
| Reino Unido | | | | | |
| | Torstila (2001) | Bolsa de Londres | 1986-1999 | 53 | 3,64% |
| | Torstila (2003) | Bolsa de Londres | 1986-1999 | 56 | 3,80% |
| | Oxera (2006) | Bolsa de Londres- Main Market | 2003-jun 2005 | 28 | (3,3%) |
| | | Bolsa de Londres- AIM | | 43 | (3,5%) |
| | Kaserer (2007) | Bolsa de Londres | 1999-2007 | 48 | 3,6% (3,25%) |
| Alemania | | | | | |
| | Torstila (2001) | Alemania sin Neuer Markt | 1986-1999 | 52 | 4,04% |
| | | Neuer Markt | | 36 | 5,26% |
| | Torstila (2003) | Alemania | 1986-1999 | 88 | 4,50% |
| | Oxera (2006) | Deustche-Boerse | 2003-jun 2005 | 6 | (3%) |
| | Kaserer (2007) | Deustche-Boerse | 1999-2007 | 43 | 4,62% (4,75%) |
| Francia | | | | | |
| | Torstila (2001) | Francia | 1986-1999 | 48 | 3,59% |
| | Torstila (2003) | Francia | 1986-1999 | 50 | 3,70% |
| | Chahine (2004) | Nouveau Marché y Second Marché | 1996-2000 | 172 | 7,45% (7,11%) |
| | Oxera (2006) | Euronext | 2003-jun 2005 | 7 | (1,8%) |
| | Kaserer (2007) | Euronext | 1999-2007 | 38 | 4,81% (3,6%) |
| Belgica | | | | | |
| | Torstila (2001) | Belgica | 1986-1999 | 11 | 2,80% |
| | Torstila (2003) | Belgica | 1986-1999 | 12 | 3,10% |
| Holanda | | | | | |
| | Torstila (2001) | Holanda | 1986-1999 | 52 | 4,25% |
| | Torstila (2003) | Holanda | 1986-1999 | 54 | 4,30% |
| Portugal | | | | | |
| | Torstila (2001) | Portugal | 1986-1999 | 12 | 3,51% |
| | Torstila (2003) | Portugal | 1986-1999 | 12 | 3,50% |
| España | | | | | |
| | Torstila (2001) | España | 1986-1999 | 34 | 3,28% |
| | Torstila (2003) | España | 1986-1999 | 34 | 3,30% |

Beatty y Welch (1996): cuota del underwriter y otros gastos directos, no incluye los warrants que además pueden recibir por no disponer de los datos

Chen y Ritter(2000): las ofertas de la muestra son commitment offers

Hansen(2001):el tamaño de las Ipos es de al menos 10 millones de dólares

Aggarwal, Prabhala y Puri (2002): encuentran que 2/3 de las Ipos tienen la cuota del underwriter del 7%

Torstila (2003): las ofertas de la muestra son mayores a 1 millón de dólares

Oxera (2006) señala que el tamaño de la muestra en Alemania y Francia puede no ser representativo

Elaboración propia

¿Por qué es más caro el mercado de las entidades aseguradoras o “underwriting” en EEUU? La literatura de OPVs destaca varias características del mercado de EEUU que pueden favorecer el pago por parte del emisor de una cuota más alta al “underwriter” que contrata para que lleve a cabo la ejecución de la OPV. Entre estas características se señalan: el procedimiento utilizado para valorar la OPV, el prestigio del “underwriter” y la importancia de la cobertura de los analistas, el soporte del precio en el mercado y la infravaloración, o la necesidad de tener “gross spreads” altos para inducir a los “underwriter” a realizar un trabajo creíble a la hora de certificar la calidad de la oferta.

a) Procedimiento utilizado para valorar la OPV,

En Estados Unidos el procedimiento “book building”⁴² o elaboración del libro de demanda es el método principalmente utilizado mientras que en Europa se han seguido distintos procesos cuyo coste era menor. Este menor coste europeo del procedimiento de valoración de las OPVs lo constata Armitage (2000) en una muestra de 1378 emisiones secundarias realizadas en el Reino Unido entre 1985 y 1996. Este autor comprueba que los costes de emisión en el Reino Unido son alrededor de 1/3 menores a los costes de emisión en US. Su resultado coincide con el punto de vista de los participantes del mercado sobre que el sistema de valoración de las ofertas “commitment offers” seguido en US incrementa los costes directos en relación a los costes del sistema denominado “rights issues”⁴³ o emisión de derechos utilizado en el Reino Unido. Desde finales de los 80 este procedimiento de emisión “rights issues” cambia con la introducción de un nuevo procedimiento denominado “open offers”⁴⁴ más similar al “book building” de US.

También en este mismo año Derrien y Womack (2000) en una muestra de 264 OPVs realizadas en Francia en los mercados “Second Marché” y “Nouveau Marché” desde 1992 a 1998 se preguntan sobre que método de valoración de la OPV es más eficiente para reducir la infravaloración. En sus conclusiones informan que en Francia se utilizan tres procedimientos para valorar las OPVs: precio fijo, subasta y “book building”. El procedimiento “book building” es el más utilizado en el mercado

⁴² El proceso “book building” se inicia con la publicación de un folleto previo que contiene el rango de precios para las acciones. La entidad aseguradora de la oferta solicita a los inversores institucionales pujas no vinculantes antes de salir al mercado. Después de evaluar la demanda del mercado en el periodo pre-OPV, la entidad aseguradora conjuntamente con el emisor fijan el precio final de la OPV.

⁴³ Armitage (2000) En una “rights issue” las acciones nuevas se prorratan entre los accionistas y se les entrega unos documentos provisionales que pueden ser aceptados todos, solo una parte, renunciar a una parte o a todos. Los títulos a los que renuncian los accionistas pueden negociarse durante el periodo de la oferta que empieza formalmente el día siguiente al que se publica el anuncio de la oferta y dura al menos tres semanas. El precio de la oferta se fija la tarde del día anterior al anuncio. Las acciones nuevas a emitir deben ser aprobadas en una Junta Extraordinaria de Accionistas.

⁴⁴ Armitage (2000) Las “open offers” son similares a las “rights issues” excepto en que los accionistas que no aceptan sus títulos no los pueden vender. Además las acciones nuevas se emiten después del cierre de la oferta mientras que en una “rights issues” se emiten al inicio del periodo de oferta. Si la “open offer” no la aprueba la Junta Extraordinaria de Accionistas el dinero se le devuelve a los suscriptores.

francés “Nouveau Marché” debido al menor tamaño de sus empresas y porque los “underwriters” no consideran suficiente la compensación ofrecida por los otros dos procedimientos.

b) El prestigio del “underwriter” y la cobertura de los analistas

Otra razón argumentada por los estudios de investigación para explicar el mayor coste del mercado de “underwriting” de los EEUU es el mayor prestigio de los “underwriters” y la cobertura de sus analistas. Cuando una empresa decide salir al mercado debe nombrar una entidad aseguradora de la emisión y puede nombrar también varios codirectores. La idea convencional es que tanto el prestigio del “underwriter” como la reputación del analista son de vital importancia a la hora de adoptar esta decisión.

Cuando una empresa contrata una entidad aseguradora está contratando la prestación por parte de la entidad de una serie de servicios, entre ellos, la valoración de la OPV, la elaboración del folleto, la comercialización de la oferta o “road show”, el seguimiento y elaboración del libro de la demanda, la certificación de la calidad de la emisión, la cobertura del analista y el mantenimiento del precio posteriormente en el mercado.

Krigman, Shaw, y Womack (1999) indican que los emisores citan la cobertura de los analistas como un determinante principal a la hora de escoger el “underwriter”. Sin un buen analista en la OPV los emisores son escépticos sobre la habilidad del “underwriter” de mantener con éxito la demanda del valor en el post-mercado e incluso de colocar inicialmente las acciones. Un segundo criterio del emisor a la hora de escoger el “underwriter” de la OPV es su prestigio, la certificación de la emisión por un “underwriter” de prestigio es de gran valor para un emisor.

Por su parte Chen y Ritter (2000) exponen que la entidad aseguradora y/o los codirectores de la emisión asignan un analista que seguirá a la compañía, elaborará informes de las investigaciones que realice y emitirá recomendaciones de compra del valor. Estas recomendaciones de compra son de especial importancia tras expirar el periodo “lock-up”⁴⁵ y los accionistas principales quieran vender algunas acciones en el mercado abierto. En otras palabras la función objetivo del gestor de una OPV en el momento de la OPV incluye captar dinero en el momento de la OPV y captar dinero en las futuras ventas que los accionistas principales realicen en el mercado abierto. Otros accionistas también se beneficiarán al fortalecerse la liquidez de sus acciones que es una consecuencia de la cobertura del analista. En definitiva, las cuotas altas inducen a los “underwriters” a competir por el negocio sobre la base de la cobertura de los analistas, lo que fortalece la liquidez del valor de una compañía.

⁴⁵ Periodo en el que se comprometen los accionistas relevantes de la sociedad a no vender sus acciones.

Estos autores comprueban que, en US en los 80, muchas OPVs no tuvieron codirectores y que a partir de los 90 casi todas las OPVs tuvieron uno, dos, tres o incluso más. El emisor con los codirectores compra la cobertura adicional de analistas sin incrementar el gasto. La cuota del “underwriter” será del 7% de los recursos captados al margen de si hay o no codirectores. A pesar de que el emisor se enfrenta a cuotas del “gross spread” altas y no negociables en las OPVs de tamaño moderado, el emisor puede aún negociar en la dimensión de la cobertura de analistas. Manteniendo constante los recursos de la OPV y el rendimiento del primer día de negociación, un incremento de codirectores añade un incremento neto de 0,35 a 0,55 analistas. En la medida de que los emisores escogen un “underwriter” líder principalmente por la reputación del analista y de la entidad aseguradora hay poco incentivo en los “underwriters” en cargar un diferencial de “gross spreads”, la elasticidad de la demanda no es alta respecto a las cuotas cargadas. La competencia para ser un gestor de OPV líder está localizada más en la calidad de los intermediarios que en las cuotas cargadas.

La posibilidad de la existencia de un acuerdo entre los “underwriters” para fijar esa cuota del 7% en US la comprueba Hansen (2001). Este autor encuentra que en el mercado de los aseguradores de las OPVs la concentración es baja y la entrada es fácil por lo que concluye que los “underwriters” compiten más sobre la base de su reputación y las prestación del resto de servicios como la colocación de los valores.

En cuanto al menor coste de los “underwriters” en Europa, Torstila (2001) señala que puede deberse a la importancia de las privatizaciones de gran escala y quizás también a la menor calidad de los servicios prestados por el “underwriter”, ya que, las emisiones son gestionadas por pequeños bancos locales y sin seguir el procedimiento “bookbuilding”. En su estudio examina la evolución del “gross spread” por tipo de emisor y de “underwriter” y constata que la privatizaciones tienen cuotas de “underwriters” más bajas. Este efecto manifiesta que podría deberse al poder de los gobiernos nacionales que controlan al completo los programas de privatización. Los bancos valoran las posibilidades que presenta una gran privatización y están más dispuestos a competir por precio.

c) El soporte del precio y la infravaloración

El soporte del precio de la acción en el mercado secundario es otra actividad que realiza el “underwriter”. Esta práctica consiste en que el “underwriter” vuelve a comprar las acciones vendidas en la OPV y así evita que el precio de mercado caiga por debajo del precio de oferta. La

consecuencia de esta actividad es que el “underwriter” no podrá ejercer la opción “Overallotment” o “Green Shoe”⁴⁶ cuyo resultado es un menor beneficio para el “underwriter”.

La probabilidad de poder ejercer la opción “Overallotment” se incrementa cuando la infravaloración esperada es más alta. Chen y Ritter (2000) escriben que si las cuotas de los “underwriters” fueran más bajas estos pueden tener la tentación de fijar los precios de oferta más bajos para reducir la probabilidad de no ejercer la opción “Overallotment”. El coste indirecto de esta infravaloración puede ser bastante mayor que el ahorro en los costes directos de las cuotas del asegurador. El emisor puede querer pagar más cuota a la entidad aseguradora por su deseo de reducir el importe del dinero dejado en la mesa.

Por su parte Loughran y Ritter (2002), en su estudio de una muestra de 3025 OPVs realizadas en US desde 1990 a 1998, explican que en principio la infravaloración parece que es un coste para el “underwriter”, puesto que deja de recibir cuotas más altas derivadas de los recursos más altos que se obtendrían con un precio de oferta más alto. Sin embargo, los “underwriters” tienen dos razones por las que fijar un precio final de oferta más bajo. Primera, a los “underwriters” les resulta más fácil encontrar compradores de la OPV reduciendo así sus costes marginales. Segunda, los inversores, que buscan incrementar sus rentas a través de un incremento de las adjudicaciones de las OPVs en los mercados “hot”, les pagan comisiones a los “underwriters” con las que incrementan más sus ingresos que con el “gross spread”. Los “underwriters” encuentran que dejar dinero en la mesa puede serles más ventajoso porque el comportamiento de búsqueda de rentas de los inversores les permitirá captar parte de la transferencia de valor del emisor.

Con lo encontrado por la literatura no parece que la bajada de la cuota de la entidad aseguradora tenga grandes beneficios para el emisor. Un “underwriter” que carga una cuota baja puede tener problemas sobre su disposición a gestionar la estabilización del precio, suministrar cobertura de analista, ejercer con cuidado la ayuda de escribir el folleto o comercializar agresivamente una OPV. Sin embargo, los estudios continúan explorando en otra serie de variables que el emisor puede considerar en sus negociaciones con el “underwriter” para tratar de obtener un ahorro en la cuota a pagar a la entidad aseguradora. Entre estas variables estarían: las relaciones a largo plazo del emisor con el “underwriter”, la calidad del propio emisor y el tamaño de la emisión.

⁴⁶ La opción “Overallotment” también conocida como “Green Shoe” permite a los emisores incrementar el número de acciones puestas a la venta en una emisión si la demanda es fuerte. El nombre de “Green Shoe” se debe porque la empresa “Green Shoe” fue la primera en utilizarla. Desde 1983 en US su importe máximo es el 15% del tamaño inicial de la emisión. Los bancos disponen normalmente de un periodo de 30 días para ejercer esta opción, Ritter (1987), Lee, Lochhaed and Ritter (1996). En este estudio se ha comprobado que este porcentaje también es el habitual en las OPVs analizadas del mercado Alternext París.

d) Relaciones a largo plazo del emisor con el “underwriter”

Respecto al plazo de las relaciones del emisor y del “underwriter” James (1992) analiza la valoración de los servicios de la entidad aseguradora en el contexto de una relación a largo con la compañía. Las actividades que la entidad aseguradora debe realizar para certificar una emisión requieren que investigue sobre información específica de la compañía, por ejemplo, sobre sus líneas de negocio, las fortalezas de su gestión y cualquier otra información interna que puede afectar al valor de la compañía. Si la información obtenida perdura en el tiempo y sigue siendo útil en futuras negociaciones con la compañía, el “underwriter” puede tener economías de escala en esas posteriores negociaciones similares a aquellas que parece que existen en los bancos comerciales y en los servicios de auditoría.

La muestra utilizada por James (1992) incluyó las compañías que realizaron una OPV “commitment offer” desde 1980 a 1983 y las emisiones secundarias que realizaron tras la OPV hasta el año 1988. En su estudio este autor analiza el modelo inter-temporal de las cuotas del “underwriter” y los determinantes por los que las compañías no utilizaron en las segundas emisiones el mismo “underwriter” que utilizaron en la OPV. Los resultados que encuentra es que el “gross spread” es significativamente más bajo en las OPVs de emisoras que posteriormente realizan una segunda oferta de acciones y continúan con el mismo “underwriter” que en las OPVs que no continúan con el mismo “underwriter” o no realizan emisiones posteriores. La cuota media pagada al “underwriter” de todas las OPVs de la muestra alcanzó al 8% de los recursos brutos de la emisión y este porcentaje baja hasta el 7,3% en las compañías que realizaron emisiones posteriores. La diferencia es estadísticamente significativa al nivel del 1%.

También Chen y Ritter (2000) concluyen que mientras en las cuotas de las entidades aseguradoras en las OPVs se agrupan entorno al 7% en las segundas emisiones hay poca agrupación de estas cuotas entorno a un valor determinado y que las economías de escala son evidentes en cualquier tamaño de ingresos. Esta diferencia en los descubrimientos de las OPVs y de las “SEO” sugiere que los bancos de inversión y los analistas son más importantes en el establecimiento de un mercado público que en sostenerlo. Además estos autores también citan a la tecnología de internet como otra fuente de competencia. Por ejemplo, nuevos “underwriters” como W.R. Hambrecht y E*Offering amenazan con rebajar la cuota del 7% de US.

e) La calidad y el tamaño de la emisión

Respecto a la calidad y al tamaño de la emisión diversos estudios documentan la existencia de economías de escala en los costes asociados a las emisiones de valores. Lee, Lochhaed y Ritter

(1996) en su análisis de los costes promedio de captar deuda y capital en US desde 1990 a 1994 encuentran que tanto en las OPVs como en las emisiones secundarias la existencia de economías de escala es evidente tanto en el “gross spread” como en otros gastos.

También Oxera (2006) y Kaserer y Schiereck (2007) encuentra la existencia de un efecto tamaño y la mayoría de los costes asociados a la captación de capital en los mercados de valores europeos, asiáticos y de US, que estos autores estudian, caen en proporción al tamaño de la emisión.

Para comprobar el efecto tamaño en US, Chen y Ritter(2000) desglosan las OPVs realizadas entre 1995 y 1998 en tres tramos: OPVs de menos de 20 millones de dólares, OPVs de entre 20 y 80 millones de dólares y OPVs mayores de 80 millones de dólares y comprueban que: en las OPVs de menos de 20 millones de dólares frecuentemente los “gross spreads” son más altos del 7%, en las OPVs grandes, mayores a 80 millones de dólares, los “gross spreads” están por debajo del 7% y hay poca agrupación entorno a un porcentaje y por último en las OPVs de entre 20 y 80 millones de dólares más del 90% de las emisiones pagaron exactamente un “gross spread” del 7%. El “underwriter” en el desarrollo de una OPV tiene unos costes fijos y los ingresos deben ser suficientes para cubrir esos costes. Las economías de escala son evidentes, cuanto mayor es la OPV el “gross spread” tiende a ser más bajo.

Sin embargo Altinkilic y Hansen (2000) se cuestionan sobre si realmente hay economías de escala en la cuota de la entidad aseguradora. En una muestra de 1325 emisiones secundarias, mayores a 10 millones de dólares y menores a 1 billón, realizadas en US durante el periodo 1990 a 1997 mantienen que la evidencia de los “gross spreads” decreciente es engañosa. En su estudio comparan las teorías de las economías de escala puras en el “gross spread” con las teorías de escala del “gross spread” en forma de U. En los estudios de las economías de escala puras en el “gross spread” se produce una caída monótona del “gross spread” medio conforme crecen los ingresos de la emisión, el “gross spread” no se puede ajustar a una curva en forma de U ni tampoco admiten que puede haber diferentes grupos de “gross spreads” para diferentes tipos de emisores.

Sin embargo las teorías del “gross spread” del “underwriting” en forma de U sugieren que los “gross spreads” deberían incrementarse en algunas emisiones y que existen varios “gross spreads” de forma de U en función de la calidad del emisor.

El coste del sindicato de bancos⁴⁷ contiene un coste fijo que es el mismo en cada oferta. Este coste incluye: las cuotas y tasas a pagar al regulador, las cuotas de los expertos, las cuotas de registro en el mercado y otros gastos establecidos que son independientes del tamaño de la emisión. Estos costes

⁴⁷ El sindicato de bancos = Entidad aseguradora + bancos codirectores en la emisión

fijos también incluyen una partida para financiar los costes de las investigaciones realizadas por el departamento de analistas, la elaboración y distribución del folleto y otros de actividades básicas legales y de litigio. El resto de los costes del “underwriter” son costes variables que se incrementarán con el incremento de la demanda de servicios al “underwriter”, demanda que a su vez crecerá a medida que se incrementen los recursos captados en la emisión. Además, en los mercados primarios muy activos estos esfuerzos y servicios serán mayores, lo que presionará al alza los costes de servicio.

La teoría del “underwriting” en forma de U señala que el coste variable es distinto según sea la calidad del emisor. Las ofertas más grandes tienden a ser emitidas por las compañías más grandes cuyos emisores son de calidad más alta y requieren menos servicios del “underwriter” que las compañías de menor calidad. Por esto, el coste de colocación por unidad de capital nuevo captado es más bajo en las emisiones realizadas por compañías grandes que en las emisiones realizadas por las compañías más pequeñas.

Cada clase de emisor se enfrenta a un “gross spread” de forma de U. En un principio cuando el tamaño de la emisión crece la caída del coste fijo ayuda a caer el “gross spread” mientras que el coste variable se incrementa. Los costes fijos motivan economías de escala pero a medida que se incrementa la emisión surgen las des-economías de escala en el “gross spread” debido a que los costes de colocación de la emisión se incrementan. Este coste de colocación sube porque suben los problemas de selección adversa, también potenciales problemas de agencia y porque puede ser más difícil encontrar compradores de la oferta al precio de la oferta. Por eso captar capital a partir de un importe conlleva subida de los costes de certificación, gestión y comercialización del “underwriter” y con ello sube el “gross spread”.

Para las teorías del “underwriting” en forma de U la mayor parte de la cuota del “underwriter” es coste variable que es contrario al punto de vista de las economías de escala puras de que una gran parte de la compensación del “underwriter” es coste fijo. Las estimaciones de Altinkilic y Hansen (2000) indican que en promedio los costes fijos del “underwriter” no son más del 10% del total de la cuota. Esto es consistente con la conclusión de que la mayoría de los costes del “underwriter” son variables. Los “gross spreads” marginales son más altos en los valores más volátiles y en los mercados primarios más activos. Con relación a esta teoría del coste del underwriter en forma de U Kaserer y Bühner (2002) en una muestra de 120 emisiones secundarias de acciones “SEOs” realizadas desde 1993 a 1998 en el mercado alemán no encuentran una evidencia clara de que los costes fijos caigan con el tamaño de la emisión.

4.1.3 El coste indirecto de la infravaloración

El coste indirecto de la infravaloración ha sido la razón de numerosos trabajos de investigación. Las compañías al salir a bolsa suelen vender sus acciones a un precio menor al precio de cierre del primer día de cotización y esta diferencia positiva se la conoce como infravaloración. La literatura muestra que la infravaloración es una gran parte de los costes totales de salir a cotizar y que es un fenómeno fuerte que se extiende a través de los mercados de valores de los distintos países y en diferentes periodos de tiempo. Además esta anomalía del mercado de las OPVs es un fenómeno a corto y cíclico con periodos en los que la infravaloración es mucho más alta, Ritter (1991), Tabla 14.

Mercados de Valores para Empresas de Pequeña y Mediana Capitalización: Un Nuevo Modelo Alternativo de Mercado de Valores en Europa

TABLA 14. Infravaloración en diferentes mercados de OPVs en EEUU y Europa

| País | Fuente | Mercado | Muestra | Periodo | Infravaloración | |
|---------------|--|--------------------------------|---------|-----------|-----------------|---------------|
| | | | | | valor medio | valor mediano |
| US | Ritter (1987) | US | | 1977-1982 | 14,8% /47,48% | |
| | James (1992) | US | 520 | 1980-1983 | 12,10% | 3,10% |
| | Lee, Lochhaed y Ritter (1996) | US | 1767 | 1991-1994 | 12,00% | |
| | Hanley (1993) | Nasdaq | 1430 | 1983-1987 | 0,6% a 20,7% | |
| | Rajan y Servaes (1997) | US | 2725 | 1975-1987 | 10,03% | |
| | Carter (1998) | | | 1979-1981 | 8,08% | |
| | Habib y Ljungqvist (2001) | Nasdaq | 1357 | 1991-1995 | 13,80% | 7,10% |
| | Aggarwal, Prabhala y Puri (2002) | | | 1997-1998 | 19,25% | |
| | Loughran y Ritter (2002) | US | 3025 | 1990-1998 | 14,00% | |
| | Oxera (2006) | Nyse | 95 | 2003-2005 | | 5,10% |
| | | Nasdaq | 242 | 2003-2005 | | 6,60% |
| | Kaserer y Schiereck (2007) | Nyse | 78 | 2005-2006 | 9,70% | |
| | | Nasdaq | 207 | 2005-2006 | 11,00% | |
| Europa | | | | | | |
| Reino Unido | Derrien y Kecskés (2007) | Bolsa de Londres | 101 | 1995-2004 | 24,7%/11,9% | 12,4%/ 11,3% |
| | Oxera (2006) | Main Market | 49 | 2003-2005 | | 4,40% |
| | | AIM | 348 | 2003-2005 | | 11,20% |
| | Kaserer y Schiereck (2007) | Main Market | 49 | 2005-2006 | 5,30% | |
| | | AIM | 362 | 2005-2006 | 17,10% | |
| Alemania | Ljungqvist (1997) | | | 1970-1993 | 9,20% | |
| | Goergen, Khurshed, McCahery y Renneboog (2003) | Neuer Markt | 319 | 1997-2000 | 43,32% | 8,00% |
| | Giudici y Roosenboomb (2004) | Neuer Markt | 278 | 1997-2001 | 51,50% | |
| | Goergen, Khurshed y Renneboog (2006) | Neuer Markt | 265 | 1997-2000 | 52,89% | 28,67% |
| | Goergen, Renneboog y Khurshed (2006) | Neuer Markt | 268 | 1997-2000 | 58,50% | 29,00% |
| | Oxera (2006) | Deutsche Boerse | 10 | 2003-2005 | | 2,60% |
| | Kaserer y Schiereck (2007) | General/Prime Market | 42 | 2005-2006 | 5,70% | |
| Francia | Derrien y Womack (2000) | Second Marché y Nouveau Marché | 264 | 1992-1998 | 13,23% | |
| | Goergen, Khurshed, McCahery y Renneboog (2003) | Nouveau Marché | 144 | 1996-2000 | 4,19% | 0,00% |
| | Giudici y Roosenboomb (2004) | Nouveau Marché | 144 | 1996-2001 | 17,40% | |
| | Chahine (2004) | Nouveau Marché y Second Marché | 172 | 1996-2000 | 22,76% | 9,70% |
| | Goergen, Khurshed y Renneboog (2006) | Nouveau Marché | 136 | 1996-2000 | 21,06% | 3,28% |
| | Goergen, Renneboog y Khurshed (2006) | Nouveau Marché | 135 | 1996-2000 | 21,20% | 3,30% |
| | Oxera (2006) | Euronext | 60 | 2003-2005 | | 0,80% |
| | Kaserer y Schiereck (2007) | Eurolist | 53 | 2005-2006 | 5,10% | |
| | | Alternext | 52 | 2005-2006 | 2,40% | |
| | | | | | | |
| Italia | Giudici y Paleari (2001) | | 164 | 1985-2000 | 23,90% | |
| | Goergen, Khurshed, McCahery y Renneboog (2003) | Nuovo Mercato | 26 | 1999-2000 | 18,84% | 0,00% |
| | Giudici y Roosenboomb (2004) | Nuovo Mercato | 37 | 1999-2001 | 23,50% | |
| Belgica | Goergen, Khurshed, McCahery y Renneboog (2003) | Euro NM Brussels | 13 | 1997-2000 | 10,36% | 2,18% |
| Holanda | Goergen, Khurshed, McCahery y Renneboog (2003) | NMAX(Amsterdam) | 11 | 1997-2000 | 86,07% | 90,07% |
| All Euro NM | Goergen, Khurshed, McCahery y Renneboog (2003) | All Euro NM | 513 | 1996-2000 | 31,17% | 0,19% |
| España | Alvarez, S. y Gonzalez, V. (2005) | Bolsas españolas | 52 | 1987-1997 | 14,00% | |

Ritter (1987): 14,80% en las commitment offers y del 47,78% en las best efforts offers.

Hanley (1993) El rendimiento medio inicial de las compañías que salen a cotizar por encima del precio máximo del rango de precios de la oferta es del 20,7%. Las ofertas que salen a cotizar por debajo del precio mínimo del rango es del 0,6% y las que salen a cotizar con un precio dentro del rango de precios de la oferta tienen un rendimiento medio inicial del 10%.

Rajan y Servaes (1997): las ofertas analizadas son "commitment offers"

Giudici y Paleari (2001) autores citado en Giudici y Roosenboomb(2004) para señalar la infravaloración pero sin especificar el mercado Goergen, Khurshed, McCahery y Renneboog (2003): All Euro NM se refiere a los mercados: Nouveau Marché de Francia, Neuer Markt de Alemania, Nuovo Mercato de Italia, Euro NM Brussels de Bélgica y NMAX de Holanda.

Elaboración Propia

En una Oferta de Venta Inicial de Acciones los principales agentes que intervienen son: el emisor, la entidad aseguradora de la OPV y los inversores. Desde la perspectiva del emisor, la infravaloración es un coste indirecto de captar capital, las acciones de cada propietario no solo se venden a un precio bastante más bajo al que le correspondería sino que también se diluye el valor de las acciones retenidas tras la finalización de la OPV. Desde la perspectiva de los inversores la infravaloración es una vía de obtener rendimientos importantes. Por último, desde la perspectiva de la entidad aseguradora es una fórmula para terminar la operación de la salida a cotizar del emisor con éxito y de favorecer a sus clientes inversores con ganancias importantes.

Diversas razones han sido señaladas en los estudios de investigación para explicar el coste indirecto de la infravaloración. Entre ellas, el problema de la selección adversa, que surge por la asimetría de información que existe en el mercado de OPVs entre los emisores, el banco de inversión y los inversores. Por esta circunstancia, el descuento, en el precio de oferta en relación al precio del mercado, es necesario para compensar a los inversores desinformados de sus pérdidas potenciales. Otras razones están relacionadas con la reputación de los especialistas que contrata el emisor, con el poder de la entidad aseguradora en la adjudicación de las acciones de la OPV entre inversores o con la participación de los principales accionistas del emisor en la oferta. También otros estudios centran sus investigaciones en cómo influyen las condiciones del mercado de valores en el momento de salir a cotizar sobre los resultados iniciales de una OPV. Todos estos campos han sido explorados por los investigadores cuyas conclusiones se resumen en las páginas siguientes.

a) El problema de la selección adversa

La valoración de las OPVs es una tarea difícil, por un lado, el mercado no conoce la calidad del emisor, y por otro, el emisor y su entidad aseguradora no conocen la demanda de acciones. Esta asimetría de información, entre los distintos agentes que intervienen en el mercado de las ofertas públicas de venta de acciones, produce incertidumbre sobre el valor real del producto que se vende. La difusión de información es crucial para solventar este problema y disminuir el coste de la infravaloración.

La mayoría de los estudios de investigación relacionan el coste de la infravaloración con la incertidumbre sobre el valor de la emisión. Este es el caso de Rock (1986) que en el campo del mercado de las ofertas “firms commitment” de US estudia la siguiente anomalía del mercado de nuevas emisiones: “si el precio, que es observable, no se corresponde a un único nivel de demanda, que no es observable, entonces no todos los inversores disponen de la misma información relevante de la oferta y los inversores que estén informados se beneficiarán de su conocimiento comprando valores a menor precio. De esta forma, el inversor es compensado por el coste de agencia en el que

incurrió al realizar las investigaciones sobre el valor del activo. En el mercado de Ofertas existe un número de inversores mejor informados sobre la emisión que el propio emisor y que otros inversores de forma que los inversores mejor informados expulsan a los desinformados en las emisiones infravaloradas y se retiran del mercado en las emisiones sobrevaloradas. La emisora debe valorar las acciones con un descuento para garantizar que los inversores desinformados compren la oferta. En general, a mayor incertidumbre sobre el precio verdadero de las nuevas acciones mayor ventaja para los inversores informados y mayor descuento debe hacer la emisora para atraer a los inversores desinformados al mercado.

Beatty y Ritter (1986) demuestran empíricamente que hay una relación monótona entre la infravaloración esperada de una OPV y la incertidumbre que tienen los inversores sobre su valor. Cuanto mayor sea la incertidumbre sobre el valor de la emisión mayor será el tamaño de la selección adversa y por tanto mayor será el descuento que exigirán los inversores desinformados para acudir a comprar la emisión.

Otros estudios muestran que la incertidumbre de la valoración de una emisión es mayor en las compañías más jóvenes y pequeñas. Estas compañías tienen más riesgo y por eso están más infravaloradas. Ritter (1984)⁴⁸ y Ritter (1991)⁴⁹ constatan que el coste de selección adversa es un obstáculo más serio para el registro de las jóvenes y pequeñas compañías con pocos años de negocio y baja visibilidad que para las compañías grandes y antiguas. Al vender sus acciones en los mercados públicos las compañías pequeñas incurren en grandes costes de selección adversa debido a que no son conocidas por la comunidad inversora. Sin embargo, unos años más tarde Pagano, Panetta y Zingales (1998) comprueban que esta situación no se produce en las pequeñas compañías que son filiales de empresas ya cotizadas debido a que pueden explotar la reputación de su compañía matriz.

Rock (1986) considera que el emisor no puede obtener información de los inversores informados antes de la fecha de la oferta y que en la adjudicación de acciones no se pueden distinguir los inversores informados de los inversores des-informados.

Sin embargo, Benveniste y Spindt (1989) analizan el proceso de comercialización de la entidad aseguradora de la OPV y comprueban que si algunos inversores tienen mejor información sobre el valor de las acciones que la entidad aseguradora, ésta puede extraer esta información en el periodo del pre-mercado y con ella fijar el precio final de la oferta y el número de acciones a adjudicar. La entidad aseguradora revisará el precio al alza hasta un nivel por debajo del precio real premiando así a los inversores informados con la infravaloración de las acciones. Ahora bien, para garantizar que la

⁴⁸ Ritter (1984) analiza el mercado “hot” de los años 80 en una muestra de 1028 OPVs de US entre 1977 y 1982.

⁴⁹ Ritter (1991) realiza su estudio en una muestra de 1526 OPVs realizadas en US en el periodo 1975-1984

difusión de información sea favorable el ajuste del precio, que sigue a la revelación de malas noticias, será sustancialmente menor resultando en una menor infravaloración que la que sigue de las buenas noticias. Estos autores demuestran que la información que captan las entidades aseguradoras en el proceso de comercialización de la oferta la utilizan para determinar el precio y las acciones a entregar y concluyen que utilizando su acceso a los inversores para recoger información las entidades aseguradoras pueden reducir la infravaloración de la OPV.

Los inversores son compensados por revelar información buena con una lista de precios y adjudicaciones que maximiza sus beneficios esperados. Este análisis indica que las revisiones de los precios de oferta a menudo están acompañadas de revisiones del tamaño de la emisión.

Además Benveniste y Spindt (1989) también predicen que las emisiones valoradas en la parte superior del rango de precios probablemente están más infravaloradas que otras OPVs. Lo que este teorema sugiere es que si la infravaloración potencial al precio de oferta esperado es muy grande una compañía puede incrementar su precio final de oferta, reduciendo así su infravaloración propia aunque todavía tiene una infravaloración más alta que otras compañías con los rangos de oferta más reales. Si no es posible compensar completamente a los inversores por revelar buena información a través del incremento de la adjudicación de acciones entonces debe usarse también la infravaloración para compensarlos.

Hanley (1993) partiendo del modelo de Benveniste y Spindt(1989), sobre las normas de valoración y de adjudicación de acciones que utilizan los “underwriters” en las OPVs para inducir a los inversores a revelar información de forma honesta, explican que los inversores revelarán la información buena que tengan de la emisión, en el periodo de pre-mercado, si esperan obtener más beneficio por desvelar la información cierta que por revelar información falsa. Este beneficio esperado consiste en un intercambio entre la adjudicación de acciones y el nivel de los rendimientos iniciales. Por ejemplo, cuando la demanda es alta, el “underwriter” ajusta el precio de oferta al alza, lo que en cambio reduce el nivel esperado de infravaloración. Para que los inversores cuenten la verdad, debe darse a los inversores con buena información de la oferta una proporción más grande de rendimientos más pequeños. En la medida en la que, las adjudicaciones de acciones se incrementen en una proporción mayor, que la proporción a la que caiga el rendimiento inicial, los inversores contarán más la verdad que la mentira. Un inversor se frenará de revelar información falsa porque haciéndolo arriesgaría su adjudicación esperada. En el modelo el “underwriter” da preferencia en la entrega de las acciones a los inversores que revelen información buena. Por lo tanto, cuando las acciones de la emisión son limitadas un inversor, que falsea la información, arriesga una reducción económicamente perjudicial en su adjudicación de acciones.

Teniendo en cuenta el rango de precios, que los emisores publican en el folleto registrado en el mercado, Hanley(1993) examina el proceso en el que se fija el precio final de la oferta comprobando las actividades, que realiza el “underwriter” para captar información durante el periodo previo a la emisión, y cómo estas actividades afectan al precio final de la oferta, al tamaño de la emisión y, por consiguiente, al nivel de los rendimientos iniciales. Este autor concluye que la información captada durante el periodo de pre-emisión afecta al precio y a la entrega de acciones de las OPVs. Las emisiones que tienen revisiones positivas en el precio de oferta, y por lo tanto, hipotéticamente han recibido en el periodo pre-emisión información favorable sobre la emisión, no solo muestran incrementos en el número de acciones emitidas, sino también una mayor infravaloración que otras OPVs. Además, la relación del precio final de la oferta con el rango de precios publicado en el folleto preliminar es un buen indicador del importe de la infravaloración del primer día de negociación. Las emisiones cuyo precio final esté por encima del precio máximo del rango tienen mayor infravaloración que las que no lo exceden y tienen más probabilidad de incrementar el número de acciones emitidas. La magnitud económica es grande, mientras que las OPVs valoradas por debajo del precio mínimo del rango de precios tuvieron un rendimiento inicial medio del 4% las valoradas por encima del precio máximo del rango alcanzaron un rendimiento medio del 32%.

Este nivel alto de los rendimientos iniciales asociado a emisiones con revisiones positivas en sus precios finales de oferta es denominado “partial adjustment” en la literatura. El “underwriter” y la emisora en lugar de subir el precio final de la oferta al valor de mercado del título solo ajustan parcialmente el precio al alza.

Además, en las emisiones, cuyos precios de oferta están por encima del límite máximo del rango, el volumen del primer día de negociación, como porcentaje del número de acciones emitidas, excluidas las del “Green Shoe”, es más alto que para las que están dentro y por debajo del rango de precios.

b) Incremento del número de acciones ofrecidas en la emisión “Green Shoe”

Como ya se ha señalado, el “underwriter” utiliza la adjudicación de acciones para compensar a los inversores por facilitar información cierta sobre la emisión, de manera que la adjudicación de acciones se incrementa cuando los inversores revelan buena información de la emisión y decrece cuando revelan mala información. Ahora bien, como el número de acciones ofrecidas es limitado si la demanda para la emisión es muy alta y se sobre-suscribe el “underwriter” no puede compensar a los inversores simplemente incrementando el número de acciones a adjudicar. En esta situación utilizará la infravaloración junto con el incremento de la adjudicación de acciones para premiar a los inversores que cuentan la verdad.

Una fórmula utilizada en las OPVs para incrementar las acciones a adjudicar es la denominada “Overallotmentoption” or “Green Shoe”. En general las OPVs suelen incluir una “Overallotmentoption”.

Ritter (1987) manifiesta que la habilidad del “underwriter” para ejercer esta opción en las ofertas sobre-suscritas ayuda a suavizar el problema de selección adversa al que se enfrentan los inversores desinformados y puede reducir el grado de infravaloración.

Por otro lado, Lee, Lochhead y Ritter (1996), en su estudio de captar capital en los mercados de US, manifiestan que la “Overallotment Option” generalmente solo se ejerce si la emisión está infravalorada. Los inversores, debido a la estructura de incentivos de las entidades aseguradoras en una OPV, pueden interpretar de manera racional que la existencia en una oferta de una “Overallotment Option” indica que la probabilidad de que esté sobrevalorada es baja. Las entidades aseguradoras obtienen un margen de beneficio alto por las comisiones al incrementarse el número de acciones vendidas a través de la “Overallotment Option”. Por eso las entidades tienen un incentivo para infravalorar una oferta que incluya una “Overallotment Option”.

Además, otra consecuencia del ejercicio de la “Overallotment Option” es la reducción del promedio de los costes directos totales. La entidad aseguradora cuando vende las acciones de la “Overallotment Option” cobra el mismo “gross spread” que en el resto de la emisión y el resto de los costes directos tampoco cambian. Como esos gastos se reparten entre una emisión de mayor tamaño tras el ejercicio de la “Overallotment Option” el promedio de los costes directos totales del emisor es menor. Los recursos captados con la venta de las acciones de la “Overallotment Option” suben pero no suben en la misma proporción los gastos.

Por lo tanto, los estudios anteriores constatan que el ejercicio de la “overallotment option o Green shoe” suaviza el problema de la infravaloración, también envía un mensaje a los inversores de que la emisión probablemente no esté sobrevalorada y reduce los costes unitarios al repartirse los costes fijos entre un número mayor de acciones.

c) La Reputación de los especialistas

La creencia del mercado es que la elección de la entidad aseguradora y del auditor por el emisor facilita información sobre el valor real de la compañía y por ello afecta al precio de la OPV. El resultado es que el valor de una compañía es una función creciente de la calidad de la entidad aseguradora y del auditor. El empresario optimizará cuando el incremento del coste marginal de la cuota del auditor o del “underwriter” sea igual al beneficio marginal de la caída de la infravaloración.

Titman y Trueman's (1986) demuestran que un emisor con información favorable sobre el valor de su compañía contrata a un auditor de calidad más alta que un emisor que tenga información menos favorable sobre su emisión. El propietario con información más favorable estará dispuesto a pagar una cuota presumiblemente más alta del auditor dado que la información facilitada a los inversores por el auditor probablemente que sea favorable. Por el contrario, no será rentable para un propietario con información menos favorable pagar el coste de un auditor de alta calidad dado que la información del auditor a los inversores probablemente que no sea favorable.

Los inversores conocedores de este comportamiento podrán deducir la naturaleza de la información del emisor por la elección de la calidad del auditor. A mayor calidad del auditor mejor información de la emisión y por tanto el precio al que pueden ser vendidas las acciones será más alto. El auditor complementa la información privada del emisor incorporando a los informes financieros información no conocida previamente por el emisor. Esta asunción es razonable en especial en los emisores que iniciaron sus operaciones recientemente. Algunos detalles financieros pueden no haber sido nunca preparados en el pasado por estos emisores. El auditor facilita su experiencia en el proceso de información y también su conocimiento de las condiciones de la industria. Esto permite al auditor tener mejores estimaciones que el emisor del valor de ciertas cuentas del balance y de la cuenta de resultados.

Sin embargo, la valoración esperada de la compañía no se incrementaría tanto en el emisor con información menos favorable porque a mayor calidad del auditor, mayor peso colocan los inversores en la información del auditor, información que se espera que sea menos favorable para su compañía. Por tanto, mientras es de valor para el emisor con información favorable invertir en un auditor de alta calidad que confirmará que la compañía en realidad tiene un valor alto, no es rentable hacerlo para un emisor con información menos favorable.

Su resultado puede extenderse a la calidad de cualquier otro agente externo que intervenga en la OPV y que pueda facilitar información sobre la compañía.

Igualmente, Booth y Smith (1986) demuestran que los intermediarios de reputación tales como las entidades aseguradoras, los auditores o las sociedades de capital riesgo "venture capital" pueden certificar a los inversores que una OPV no esté sobrevalorada y que el precio de la emisión se corresponde con la información disponible a la fecha de la oferta. Además Meggison y Weiss (1990) comprueban que las OPVs que tienen en su accionariado una "Venture Company-VC" atraen por un lado a los "underwriters" y a los auditores de mayor calidad y por otro un mayor seguimiento de los inversores institucionales que aquellas OPVs que no están respaldadas por una "Venture Company".

También, Carter y Manaster's (1990) facilitan evidencia empírica que asocia el prestigio del "underwriter" con la comercialización de las OPVs de bajo riesgo. Estos autores desarrollan una medida de la reputación del "underwriter" a través de un ranking calificando al "underwriter" desde 9 a 0 y constatan que los emisores de menor riesgo contratan los "underwriters" de reputación más alta para la comercialización de las OPVs y que a mayor reputación del "underwriter" la probabilidad de infravaloración es menor. Por su parte, James (1992) encuentra que el ranking del "underwriter" está relacionado positivamente con el tamaño de la OPV y Hanley (1993) que la reputación o experiencia del "underwriter" está relacionada positivamente con las revisiones del precio de oferta siendo la relación estadísticamente significativa. El autor explica que este descubrimiento es consistente con la explicación de que los "underwriters" más grandes pueden vender a un grupo más grande de inversores regulares de forma que esos "underwriters" tienen más probabilidad durante el periodo de espera de captar información valiosa que afecta al precio final de oferta.

Asimismo, Habib y Ljungqvist (2001) confirman, en una muestra de 1409 OPVs realizadas entre 1991 y 1995 en el mercado NASDAQ de US, que las emisiones dirigidas por las entidades aseguradoras de más reputación tienen menos infravaloración que las emisiones llevadas al mercado por los "underwriters" de baja calidad. La cuota de mercado del "underwriter", como medida de la calidad, esta inversamente relacionada con la infravaloración⁵⁰.

Otras investigaciones relativas al papel del "underwriter" en las OPVs señalan que el "underwriter" cuando se enfrenta a la valoración de una emisión también debería preocuparse por tener éxito en su valoración. Beatty y Ritter (1986) demuestran que los "underwriters" pueden perder su reputación si no establece un nivel de infravaloración de equilibrio. Las entidades aseguradoras cuyas ofertas tienen unos rendimientos iniciales sustancialmente distintos a los esperados, según las características de la compañía, pierden cuota de mercado ya que pueden perder inversores potenciales si no infravaloran lo suficiente o pueden perder emisores si infravalora demasiado.

d) El poder del underwriter en la adjudicación de acciones entre inversores institucionales e inversores minoristas

El "underwriter" de la OPV juega un papel primordial en el reparto de las ganancias de una OPV entre los inversores institucionales y minoristas. La literatura sobre el mercado de OPVs sugiere que

⁵⁰ Un estudio cuyo resultado es contrario al de los descritos anteriormente es el de Beatty and Welch (1996) que en una muestra de OPVs realizadas en US en el periodo 1992-1994 encuentran una relación positiva entre la infravaloración y la reputación del underwriter, aunque coincide con otros estudios respecto al uso en US del 7% de gross spread.

los “underwriters” siguen un modelo de adjudicación de acciones que favorece a sus clientes institucionales.

A este respecto, Hanley(1997) comprueba que las entidades aseguradoras tienden a adjudicar más acciones a las instituciones en las OPVs valoradas en el precio máximo del rango de precios, de las que se espera que se aprecien más en el post mercado. En sentido opuesto, la adjudicación institucional es significativamente más baja en las emisiones valoradas en el precio mínimo del rango de precios de las que se espera una menor revalorización en el post-mercado.

Además, los “underwriters” también pueden usar su apalancamiento con los inversores habituales y solicitarles que compren acciones en una oferta que esté sobrevalorada a cambio de permitirles luego participar en futuras ofertas infravaloradas. El “underwriter” al incluir a determinados inversores de forma regular en las actividades del pre-mercado de las OPVs les concede un rendimiento promedio significativo. La entidad aseguradora puede utilizar este beneficio ocasionalmente para inducir a los inversores a tomar una participación en emisiones que han sido mal recibidas, Benveniste y Spindt (1989), Hanley (1997).

Coincidiendo con estos autores, Aggarwal, Prabhala y Puri (2002), en una muestra de OPVs de US realizadas entre 1997 y 1998, estudian la adjudicación de acciones entre los inversores institucionales y los minoristas y documentan una relación positiva entre la adjudicación institucional y los rendimientos del primer día. Además tienen evidencia de que las instituciones se concentran en las OPVs que tienen mejores resultados y que obtienen mejores resultados que el inversor minorista. Los “underwriters” favorecen a las instituciones adjudicándoles más acciones en las OPVs con fuerte demanda en el pre-mercado cuyo precio OPV está por encima del precio máximo del rango de precios y de las que se espera que tengan rendimientos el primer día de negociación más altos.

Como conclusión, conforme a la hipótesis de que los inversores habituales del mercado de OPVs revelan información al “underwriter”, la valoración de una OPV la conducen los inversores institucionales más que los inversores minoristas, de manera que a mayor participación de las instituciones mayor cambio absoluto en el precio de oferta. Los inversores institucionales dominan la adjudicación de acciones y tienden a ganar más beneficios con grandes inversiones en las OPVs que los inversores minoristas.

Otra forma alternativa de reducir la incertidumbre de la valoración de una OPV y en consecuencia su infravaloración es primero registrar a la compañía en el mercado de valores y tras un periodo de negociación realizar la venta de las acciones. Derrien y Kecske (2007) en una muestra de 786 OPVs

y 101 introducciones⁵¹ en el AIM de la Bolsa de Londres desde junio 1995 y julio 2004 comprueban que esta estrategia en dos etapas reduce la infravaloración de forma significativa. Las compañías chequean al mercado dos veces cuando se registran y después cuando hacen la emisión. El resultado de este doble chequeo del mercado es una venta de acciones menos costosa que en la típica OPV porque la negociación del valor reduce la incertidumbre de la valoración de las compañías antes de que ellas hagan una emisión de acciones.

Los resultados anteriores indican que las instituciones obtienen información de la infravaloración de la emisión no solo con el comportamiento de la demanda en el pre-mercado como predica la teoría del “book- building” de Benveniste y Spindt (1989). La adjudicación institucional contiene también información privada sobre los rendimientos del primer día que está reflejada en otras variables como el precio de oferta en relación al rango de precios, que predice un rendimiento de la OPV del primer día, señalado en Hanley (1993). También que las instituciones pueden obtener información de forma privada sobre el valor de la OPV, como en Rock (1986). Alternativamente los “underwriters” pueden tener información privada y utilizarla para favorecer a las instituciones que son sus clientes por razones no solo de “book-building”, por ejemplo por mayores comisiones por negociaciones en el post-mercado o participación en otras OPVs gestionadas por el “underwriter”.

e) Participación de los accionistas en la OPV

Habib y Ljungqvist (2001) señalan que el valor de la infravaloración va a depender de la participación de los emisores en la Oferta y de la dilución que ellos sufran en las participaciones de acciones que retengan tras realizar la OPV.

Los autores argumentan que los emisores al realizar una OPV pueden realizar elecciones de coste para bajar la infravaloración. Por ejemplo, los emisores deben decidir si contratan un banco asegurador más caro, para beneficiarse de su prestigio, o el más barato disponible, pueden escoger entre diferentes auditores y abogados basándose en consideraciones de reputación y certificación o pueden escoger entre diferentes niveles de difusión de información voluntaria basándose en consideraciones competitivas. En otras palabras, pueden intercambiar entre costes de promoción e infravaloración y demuestran que la elección entre infravaloración y promoción varía con el número de acciones viejas y nuevas que los accionistas vendan en la emisión.

Un incremento en los costes de promoción tiene dos efectos en la pérdida de valor: Un efecto directo por el que se incrementan las pérdidas de riqueza, al ser los costes de promoción parte de las pérdidas

⁵¹ Introducción compañías que se registran y pasado un periodo de tiempo tras la introducción en el mercado emiten acciones.

de riqueza, y un efecto indirecto por el que decrecen las pérdidas de riqueza, al decrecer la infravaloración. La optimización exige que estos dos efectos opuestos sean iguales al margen. Ahora bien, mientras que la caída de la infravaloración beneficia al emisor, esto lo consigue con mayores costes de promoción que contra-restan el beneficio de la infravaloración. El emisor elegirá la combinación de infravaloración y costes de promoción que minimice sus pérdidas de riqueza por salir a cotizar y, esto a su vez, dependerá de la participación del emisor en la oferta y de su correspondiente dilución.

La combinación óptima de infravaloración y gastos de promoción debería suponer costes de promoción más altos e infravaloración más baja en las emisiones más grandes que en las emisiones más pequeñas. Esta intuición supone que la infravaloración debería caer con el número de acciones vendidas. Sin embargo, posiblemente puede haber efectos que contra-resten lo anterior, dependiendo del origen de las acciones vendidas. Cuando las acciones de la OPV son nuevas los costes de promoción son soportados por la compañía en primera instancia por lo que reducen tanto el precio de mercado como el precio de la oferta en el mismo importe. Pero como la mayoría de las OPVs están infravaloradas el precio de oferta se reduce en un porcentaje mayor que el precio de mercado resultando en una mayor infravaloración. Cuando la OPV consiste de acciones viejas no hay este segundo efecto porque los costes son soportados por los accionistas que las venden.

Las conclusiones que obtienen utilizando una muestra de 1376 OPVs realizadas en Nasdaq entre 1991 y 1995 son que los emisores gastan más en promover la emisión cuantas más acciones vendan y que esas actividades de promoción reducen la infravaloración. También demuestran que la elección del “underwriter” está relacionada con el número de acciones vendidas.

Con relación a la pérdida de riqueza que sufren los emisores en la OPV Loughran y Ritter (2002) se preguntan sobre el por qué los emisores no se preocupan por dejar importes sustanciales de dinero en la mesa con la infravaloración. Su respuesta, tras el análisis de una muestra de 3025 OPVs realizadas en US desde 1990 a 1998, es que en la mayoría de las situaciones que ocurren en el mercado de OPVs los emisores suman la pérdida de riqueza que tienen por dejar dinero en la mesa con la ganancia de riqueza que obtienen al revalorizarse las acciones que retienen con la subida del precio en el mercado. El resultado de esta operación es un incremento neto en el valor del patrimonio de los accionistas pre-emisión. Así al mismo tiempo que los accionistas sufren el problema de dilución, motivado por la infravaloración, estos accionistas reciben la buena noticia de que su valor es mucho más alto del que habían anticipado. Estos autores constatan que la clave por la que el emisor no se preocupa por dejar dinero en la mesa es la covarianza del dinero dejado en la mesa y el incremento del valor de su riqueza.

Respecto a la riqueza de los principales accionistas, Aggarwal, Krigman y Womack (2002) considerando que en las OPVs es frecuente que los gestores no vendan su participación de acciones y que tengan que esperar hasta el final del periodo de lock-up, encuentran que los gestores infravaloran estratégicamente sus OPVs para maximizar su riqueza personal con la venta de sus acciones al final del mencionado periodo lock up. En una muestra de 618 OPVs realizadas en US desde 1994 a 1999 comprueban que cuanto mayor es la participación de acciones de los propietarios y gestores después de realizar la OPV mayor es la infravaloración del primer día de negociación. Además aquellas compañías con mayor infravaloración el primer día de negociación tienen mayor cobertura de los analistas que impulsa el precio de la acción a niveles más altos al finalizar el periodo de lock-up. En términos de los resultados esperados, la infravaloración intencionada por parte de los principales accionistas es un coste de oportunidad para el emisor. Los resultados obtenidos con la oferta son menores a los esperados y esto conduce al rendimiento menor a largo plazo (Ritter, 1991).

f) Las condiciones del mercado de valores “Momento del mercado”

Los mercados de OPVs están sujetos a ciclos con periodos de emisión alcistas, caracterizados por altos volúmenes de OPVs y altos rendimientos el primer día de negociación, alternando con periodos de emisión bajistas caracterizados por la actividad de emisión más baja y una infravaloración menos severa. La transición de un periodo alcista a uno bajista está marcada por periodos de volúmenes importantes en los que el número de OPVs es creciente, pero el rendimiento del primer día de negociación es más bajo, Ritter (1984)⁵², Loughran, Ritter y Rydqvist, (1994 actualizado en 2013)⁵³ Benveniste, Busaba y Wilhelm, (2001)⁵⁴ y Hoffmann- Burchardi, (2001)⁵⁵.

La literatura también confirma que los rendimientos del primer día de las OPVs son predecibles en base a los rendimientos del mercado. Este es el caso de Hanley (1993) que constata que el cambio porcentual del índice Nasdaq desde el archivo del folleto preliminar a la fecha de la oferta está positiva y significativamente relacionado con la infravaloración. El crecimiento de los rendimientos iniciales está asociado a cambios positivos del mercado durante el periodo de espera. Estos descubrimientos complementan al descubrimiento de Benveniste y Spindt (1989) en cuanto a que en el precio final de la oferta se incluye además de la información privada captada de los inversores en

⁵² Ritter (1984) encuentra evidencia de que los mercados de emisión hot surgen por la agrupación de la actividad de OPVs en unas pocas industrias

⁵³ Loughran, Ritter y Rydqvist, (1994 actualizado en 2013) comprueban que los emisores planifican sus OPVs en los periodos en los que las valoraciones son altas y el rendimiento más bajo.

⁵⁴ Benveniste, Busaba y Wilhelm, (2001) cuando el volumen de OPVs es muy alto baja la infravaloración debido al poder de mercado del underwriter

⁵⁵ Hoffmann- Burchardi, (2001) las condiciones bajo las cuales surgen los mercados de emisión hot incrementan la probabilidad de que una empresa realice una segunda emisión tras la OPV.

el periodo del pre mercado de la emisión la información pública de los rendimientos del propio mercado.

También en Francia, Derrien y Womack (2000) encuentran que el rendimiento del mercado y su volatilidad en los tres meses anteriores a la realización de las OPVs en el Second Marché y en el Nouveau Marché tiene un poder explicativo alto del nivel de la infravaloración y de su variabilidad. Su impacto económico es significativo un incremento del rendimiento medio mensual del mercado del 1% sube la infravaloración un 2,32%. También señalan que un gran nº de OPVs que utilizaron el procedimiento “bookbuilding” fueron valoraron en el precio máximo del rango cuando el mercado estaba en ebullición y que las OPVs “bookbuilding” valorados en el precio máximo del rango son más sensibles a las condiciones del mercado.

Asimismo, Loughran y Ritter (2002) muestran que los rendimientos del primer día de las OPVs son predecibles en base a los rendimientos del mercado en las tres semanas anteriores a la fecha de la OPV. Estos autores encuentran una relación positiva y significativa de los rendimientos del mercado con la infravaloración; un incremento del 1% del rendimiento del mercado implica un incremento de la infravaloración del 1,3%. Tras una subida del mercado, las OPVs que estén en el periodo de preventa tendrán unos rendimientos medios más altos que los esperados; del mismo modo cuando se produzca una caída del mercado, las OPVs que lleguen al mercado en las semanas siguientes tendrán unos rendimientos más bajos de los esperados.

Giudici y Roosenbom (2004) en una muestra de 482 IPOs realizadas desde marzo de 1996 hasta marzo de 2001 en cinco de los anteriores mercados europeos destinados para las pequeñas y medianas empresa investigan los determinantes de los rendimientos del primer día. Sus conclusiones son que el riesgo de las compañías, las revisiones del precio en el pre-mercado y los rendimientos del mercado están relacionados positivamente con el rendimiento del primer día.

Por último, Kaserer y Schiereck (2007) manifiestan que naturalmente se puede argumentar que a causa de la selección adversa o del riesgo moral las compañías tienen que emitir sus valores con un descuento, lo que lleva a la infravaloración. Sin embargo, los economistas del comportamiento “behavior economist” cuestionan si las compañías pueden gestionar la infravaloración dada la evidencia de que el fenómeno de la infravaloración, en cierta medida, lo conduce el sentimiento del mercado.

Los resultados encontrados por la literatura demuestran, que fijar el precio de venta de las acciones en una OPV es una labor difícil, y ni el emisor ni la entidad aseguradora conocen como las valorará el mercado. Por ello, los agentes que intervienen en el mercado de OPVs, emisores, entidades

aseguradoras e inversores, utilizan diferentes mecanismos, para incorporar al precio de la emisión la información privada y pública, que les permitan fijar el precio de venta de los valores, que equilibre el coste de salir a cotizar del emisor y los rendimientos iniciales esperados por los inversores.

4.2 Ofertas públicas de venta de acciones del mercado Alternext

El mercado Alternext engloba a las siguientes plazas de negociación: Alternext París, Alternext Ámsterdam, Alternext Bruselas y Alternext Lisboa y las empresas para acceder a ellas pueden utilizar tres vías:

1. Registrarse directamente, en este caso la empresa debe haber realizado, el año anterior al de acceder al mercado, una colocación privada de títulos por importe de 2,5 millones de Euros distribuida entre al menos 3 accionistas no significativos. Los títulos distribuidos deben ser de nueva emisión o ser títulos de alguno de los accionistas significativos de la empresa⁵⁶.
2. Realizar una Oferta Pública de Venta de Acciones de forma que el importe mínimo distribuido en el mercado sea de 2,5 millones de Euros.
3. Transferirse desde otro mercado en el que la empresa ya está negociando. En este caso la compañía debe demostrar que la distribución de títulos en el mercado es al menos de 2,5 millones de Euros.

El análisis de la financiación captada en el mercado y del coste de salir a cotizar en Alternext se inicia con la descripción de la base de datos de las OPVs realizadas en el mercado. A continuación, se describe la estructura de las OPVs, la financiación captada con ellas y la estructura accionarial de las empresas de antes y después de realizar las OPVs. Por último, se analizan los costes de salir a cotizar.

4.2.1 Base de datos: Población y muestra de empresas

La base de las OPVs del mercado Alternext se ha elaborado manualmente con la información publicada en la web del mercado. Desde su creación, en mayo 2005 y hasta el 31 de marzo de 2014, se habían acercado al mercado, al menos, 237 compañías.

⁵⁶ Accionistas significativos son: Directivos, Consejeros y sus familias (esposa e hijos menores de edad) y compañías en las que posean un 20% de los derechos de voto individual o conjuntamente; personas que tengan acciones durante más de 2 años y sus familias(esposas e hijos menores de edad) y las compañías o entidades dirigidas por ellas en las que posean un 20% o más de los derechos de voto individual o conjuntamente; Compañías del Grupo; Personas que tengan acuerdos que limiten la venta de las acciones; Personas que hayan recibido pagos basados en las acciones por importe de 100.000 Euros o que representen más del 3% de los títulos admitidos a negociar.

En un apartado de la web, figura el registro de estas empresas agrupadas por el año de registro y de él se extrae la información relativa a: la fecha de registro, código ISIN, industria a la que pertenece la empresa, método utilizado para acceder al mercado, número de acciones del capital social registrado y el precio inicial de referencia al que acceden al mercado.

En este apartado, también, se localizan los documentos que las empresas registran al acceder al mercado, y los documentos relativos a las OPVs, de los que se extraen los siguientes datos: el número de acciones que estaban en circulación antes de acceder al mercado, el número de acciones de nueva emisión, la oferta de acciones desglosada entre acciones viejas y nuevas, la distribución de la oferta entre inversores institucionales e inversores minoristas y el rango de precios. Una vez finalizado el periodo de colocación de los títulos, las empresas publican los resultados obtenidos en las operaciones y de esos documentos se extrae: el comportamiento de la demanda, la adjudicación final de acciones entre los inversores, el precio final de venta de los valores y el número de acciones que componen el capital social finalmente registrado.

En un segundo apartado de la web, figuran las empresas ordenadas alfabéticamente y distribuidas por las diferentes plazas de negociación: Alternext París, Alternext Amsterdam, Alternext Bruselas y Alternext Lisboa. Por este camino se localiza información histórica de: los precios, los hechos relevantes, los estados financieros, las cuentas anuales auditadas registradas por las empresas e información de sus directivos y accionistas.

Por último, de la población histórica de 237 empresas se extraen: las empresas, que al 31 de marzo de 2014, habían abandonado el mercado y las empresas con algunas características distintas que deben ser aisladas para obtener una muestra de empresas homogéneas sobre las que realizar el estudio, Tabla 15.

TABLA 15. Población y muestra empresas del mercado Alternext

| Población de Empresas que en el periodo Mayo 2005-31 de marzo de 2014 accedieron al mercado Alternext | | 237 |
|--|------------|------------|
| Compañías francesas eliminadas de la población: | | |
| Compañías que cotizan en Euronext París | 3 | |
| Liquidación de la compañía por sentencia judicial | 11 | |
| Salidas del mercado por Fusiones/Ofertas de compra de acciones | 21 | |
| Suspensión de la cotización a petición de la compañía | 2 | |
| No se localiza información en la web del mercado | 3 | |
| Compañías financieras | 9 | |
| Compañías sin folleto | 9 | |
| Compañías que utilizan Gaap IFRS | 35 | |
| Compañías francesas sin el dato de la edad | 11 | |
| Compañía que emite bonos | 1 | |
| Total compañías francesas eliminadas | 105 | |
| Compañías no francesas eliminadas de la población: | | |
| Compañías belgas | 19 | |
| Compañías canadienses | 2 | |
| Compañías españolas | 2 | |
| Compañías británicas | 3 | |
| Compañías italianas | 1 | |
| Compañías de Luxemburgo | 5 | |
| Compañías holandesas | 2 | |
| Compañías portuguesas | 2 | |
| Compañías de US | 3 | |
| Total compañías no francesas eliminadas | 39 | |
| Total eliminaciones | 144 | |
| Nº de compañías de la muestra | | 93 |

Métodos utilizados por las empresas de la muestra para acceder al mercado Alternext:

| Método de Acceso | Nº de Compañías |
|---|------------------------|
| Registro Directo | 16 |
| Oferta Pública Inicial de Venta de Acciones-IPO | 61 |
| Transferencia desde otro mercado | 16 |
| Total | 93 |

Elaboración propia

Fuente: www.euronext.com/Iposhowcase

Las características de las empresas de la muestra son que todas se negocian en Alternext París, tienen su sede social en Francia y elaboran y presentan la información contable incorporada en los documentos iniciales de registro conforme a las normas y principios contables franceses.

4.2.2 Estructura de la OPVs y financiación captada

La actividad real de Ofertas Públicas de Venta de Acciones en el mercado Alternext, desde su creación en Mayo 2005 y hasta Marzo 2014, fue de 108 Ofertas con las que las empresas obtuvieron 1.012 millones de euros. De estas Ofertas, 102 corresponden a las empresas que acceden a cotizar por primera vez a un mercado de valores y 6 corresponden a empresas que se transfieren desde el mercado Marche Libre y realizan una OPV al llegar a Alternext.

La actividad de OPVs estuvo concentrada en los tres primeros años de vida del mercado, años 2005-2007. A este periodo corresponden el 72% de las Ofertas realizadas en Alternext y con las que las empresas captan 778 millones de euros, el 77% del efectivo total aportado por el mercado. A partir del 2008, la actividad de ofertas cae bruscamente llegando a cero en el ejercicio 2009 y se empieza a recuperar moderadamente a partir del ejercicio 2010. En este segundo periodo, año 2008-marzo 2014 se realizan el 28% de las OPVs y se captan 234 millones de euros, un 23% de la financiación total facilitada por el mercado, Tabla 16.

TABLA 16. Mercado Alternext: Ofertas Públicas Iniciales de Venta de Acciones (OPVs), Mayo 2005-Marzo 2014

| Años | OPVs | % Total OPVs | Efectivo Captado Mill Euros | % Total Efectivo Captado |
|--------------------|------------|--------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 2005 | 11 | | 71 | |
| 2006 | 42 | | 393 | |
| 2007 | 25 | | 314 | |
| Total 1 | 78 | 72% | 778 | 77% |
| 2008 | 4 | | 30 | |
| 2009 | 0 | | 0 | |
| 2010 | 6 | | 77 | |
| 2011 | 10 | | 54 | |
| 2012 | 6 | | 32 | |
| 2013 | 3 | | 24 | |
| hasta marzo 2014 | 1 | | 17 | |
| Total 2 | 30 | 28% | 234 | 23% |
| Total(1+2) | 108 | 100% | 1.012 | 100% |

Elaboración propia

Fuente: www.euronext.com/Iposhowcase

Las empresas más activas pertenecen a cinco industrias: Tecnología, Actividad Industrial, Servicios al Consumidor, Medicina y Salud y Bienes de Consumo; ellas realizan el 87% de las OPVs y captan el 89% del Efectivo. La oferta media del global del mercado tiene un tamaño de 9,4 millones de euros, Tabla 17

TABLA 17. Mercado Alternext: Distribución por industrias del efectivo captado en las OPVs, Mayo 2005-Marzo 2014

| Industria | Nº OPVs | % Total | Efectivo captado Mill. Euros | % Total | OPV Media Mill. Euros |
|-------------------------|------------|-------------|---------------------------------|-------------|--------------------------|
| Tecnología | 25 | 23% | 157 | 16% | 6,3 |
| Actividad Industrial | 22 | 20% | 249 | 25% | 11,3 |
| Servicios al Consumidor | 21 | 19% | 189 | 19% | 9,0 |
| Medicina y Salud | 17 | 16% | 173 | 17% | 10,2 |
| Bienes de Consumo | 10 | 9% | 121 | 12% | 12,1 |
| Utilidades | 4 | 4% | 40 | 4% | 10,0 |
| Finanzas | 3 | 3% | 36 | 4% | 12,1 |
| Petróleo y Gas | 2 | 2% | 19 | 2% | 9,3 |
| Materias Básicas | 3 | 3% | 20 | 2% | 6,5 |
| Telecomunicaciones | 1 | 1% | 9 | 1% | 8,9 |
| | 108 | 100% | 1.012 | 100% | 9,4 |

Elaboración propia

Fuente: www.euronext.com/Iposhowcase

Clasificación sectorial: ICB- Industry Classification Benchmark

Por el nº de OPVs la industria de Tecnología ocupa el primer lugar en el mercado con el 23% del total OPVs, le sigue Actividad Industrial que realiza el 20%, Servicios al Consumidor con el 19%, Medicina y Salud con un 16% y Bienes de Consumo con el 9% del total.

Este orden cambia si se analiza su importancia por el efectivo captado en las OPVs pasando a ocupar el primer y segundo puesto Actividad Industrial y Servicios al Consumidor respectivamente mientras que Tecnología pierde peso y pasa a ocupar el cuarto. El tamaño medio de las ofertas realizadas por las empresas tecnológicas es inferior al tamaño medio de todas las ofertas realizadas en el mercado.

El análisis del diseño de las OPVs y de su desarrollo en el mercado se realiza con la muestra de 61 OPVs realizadas por las compañías que continuaban negociando en el mercado Alternext al 31 de marzo de 2014.

En general, estas Ofertas Públicas de Venta de Acciones se destinan a dos tipos de inversores, el inversor institucional y el inversor minorista, por lo que las compañías distribuyen su oferta de acciones en dos tramos: el tramo institucional, al que asignan de media el 86% de las acciones, y el tramo minorista, al que asignan de media un 14%. Algunas empresas también destinan un tramo para los empleados sin embargo otras esperan a acceder al mercado para realizar una segunda operación de venta de acciones destinada a sus trabajadores. La mayoría de las emisiones amplían la oferta inicial (una over allotment option o Green Shoe) cuyo importe, en la mayoría de las ofertas, suele ser

alrededor del 15% del total acciones de la emisión. El comportamiento de la demanda es muy dinámico, supone el 469% de la oferta inicial de acciones y la adjudicación final es un 106% de la oferta mínima de acciones.

En cuanto al método utilizado para vender los valores, todas las ofertas, excepto una, utilizan el método conocido como “book building”. Con este método las compañías publican en el folleto de la emisión, que registran ante el mercado, el rango tentativo de precios a los que ofrecen vender las acciones. El precio final de las OPVs está: en un 49% por encima del precio medio del rango de precios, en un 43% está por debajo de ese precio medio y un 8% coincide con el punto medio del rango. Respecto a aquellas OPVs cuyo precio final está por encima del precio medio del rango señalar que un 83% de ellas coincide el precio de la OPV con el límite máximo del rango y ninguna supera ese límite máximo. En cuanto a las OPVs que tienen un precio de venta menor al medio del rango de precios, una OPV cotiza por debajo del precio mínimo del rango y un 62% coincide con el mencionado precio mínimo del rango de precios, Tabla 18.

TABLA 18. Mercado Alternext: Estructura de las OPVs, Mayo 2005-Marzo 2014

Nº de empresas de la muestra: 61

| | Acciones Pre-OPVs (Mill.)(1) | Acciones Nuevas (Mill.) | Total Oferta de Acciones (Mill.) | |
|--------------------------------------|--|--|---|---------|
| Oferta Mínima | 13,2 | 42,3 | 55,6 | |
| % Oferta Mínima | 24% | 76% | | |
| Ampliación de la Oferta | 2,6 | 4,7 | 7,3 | |
| % Oferta Mínima | 4,70% | 8,44% | 13,14% | |
| Oferta Máxima | 15,8 | 47,0 | 62,9 | |
| | Inversor Institucional (Mill.) | Inversor Minorista (Mill.) | Total Acciones(Mill.) | |
| Tramos de la Oferta (acciones) | 48,0 | 7,5 | 55,6 | |
| % Oferta mínima | 86% | 14% | | |
| Demanda | 219,3 | 41,2 | 260,5 | |
| % Oferta mínima | 457% | 546% | 469% | |
| Adjudicación | 46,4 | 12,6 | 59,0 | |
| % Oferta mínima | 97% | 167% | 106,3% | |
| Método de suscripción : bookbuilding | | | | |
| | Precio OPV por encima del precio medio del rango | Precio OPV por debajo del precio medio del rango | Precio OPV igual al precio medio del rango | Total |
| Nº de OPVs | 30 | 26 | 5 | 61 |
| % Total OPVs | 49,18% | 42,62% | 8,20% | 100,00% |

(1) Acciones en circulación antes de salir a cotizar al mercado

Elaboración propia

Fuente: www.euronext.com/Iposhowcase

El número total de acciones vendidas en las OPVs alcanza a los 59 millones de las que: el 24,9% son acciones viejas y un 75,1% son acciones de nueva emisión. La emisión real de acciones nuevas alcanzó a los 50,5 millones desglosados en: 44,3 millones vendidas en las OPVs y 6,2 millones emitidas por siete compañías que, tras su entrada en el mercado, realizaron ampliaciones de capital para atender la conversión de obligaciones en acciones. Con estas operaciones, el número de acciones registradas en Alternext alcanza a los 239,5 millones de acciones y su valor de mercado el primer día de negociación es de 2.517,9 millones de euros.

El Ratio de Participación es el 13,07%, el Free Float se sitúa en el 27,25% y el Factor de Dilución en el 27,05%, Tabla 19.

TABLA 19. Mercado Alternext: Acciones vendidas en las OPVs, Mayo 2005-Marzo 2014

Nº de empresas de la muestra: 61

| | Venta de Acciones Pre-OPVs (Mill.)(1) | Venta de Acciones Nuevas (Mill.) | Total Acciones vendidas (Mill.) |
|------------------------|---------------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|
| Nº de Acciones (Mill.) | 14,7 | 44,3 | 59,0 |
| % Total | 24,9% | 75,1% | 100,0% |

| Ratio de Participación | Nº de Empresas | Acciones Capital Social Pre-OPVs (Mill.) | Acciones Pre-OPVs vendidas (Mill.) |
|------------------------|----------------|--|------------------------------------|
| 13,07% | 35,0 | 112,6 | 14,7 |

| Capital Social Registrado | | | | | |
|------------------------------|----------------------------|--|------------------------------|---|-------------------------------|
| Acciones Pre-OPVs (Mill.)(1) | Acciones nuevas emitidas | | | Total acciones del Capital registrado (Mill.) | Valor de Mercado (Mill. €)(3) |
| | Vendidas en la OPV (Mill.) | Para conversión de Obligaciones (Mill.)(2) | Total Acciones Nuevas(Mill.) | | |
| 189,0 | 44,3 | 6,2 | 50,5 | 239,5 | 2.517,9 |

| Free Float | Desglose del Free Float | | |
|------------|--------------------------------|---------------------------|----------------------|
| 27,25% | Total Acciones Vendidas(Mill.) | % de Acciones Pre-OPVs(1) | % de Acciones Nuevas |
| | 65,3 | 23% | 77% |

| Factor de Dilución | Nº de Empresas | Acciones Pre-OPVs del Capital Social(Mill.)(1) | Acciones nuevas vendidas(Mill.) |
|--------------------|----------------|--|---------------------------------|
| 27,05% | 58 | 186,8 | 50,5 |

(1) Acciones en circulación antes de salir a cotizar al mercado

(2) 7 empresas de la muestra amplían el capital para convertir obligaciones en acciones

(3) valor de mercado al precio de cierre del primer día de negociación

Elaboración propia

Fuente: www.euronext.com/Iposhowcase y www.euronext.com/Issuers directory

Con estas emisiones, la financiación captada en el mercado es de 650,4 millones de euros que se destinan: 51,9 millones de euros, un 7,98% del total, para los obligacionistas por la conversión de obligaciones en acciones, 180,5 millones de euros, un 27,75% del total, para los accionistas por la venta de las acciones viejas y 470 millones de euros, un 64,27% del total, para las empresas por la emisión de acciones nuevas.

Las compañías captan un importe sustancial de dinero nuevo, de media, un 18,66% del valor de mercado de su capital social el primer día de negociación, y las compañías lo utilizan en un 2,06% para reducir deuda, convierten obligaciones en acciones, y el 16,6% restante pueden utilizarlo para crecer. El porcentaje de dinero nuevo captado en Alternext es superior al 12,9% encontrado por Pagano, Panetta y Zingales (1998) en la Bolsa de Milán, Tabla 20.

TABLA 20. Mercado Alternext: Financiación captada en las OPVs, Mayo 2005-Marzo 2014

Nº de empresas de la muestra: 61

| | | | | | |
|---|-------------------------|--|----------------------------|----------------------------|----------------|
| Por los Accionistas (Mill. €) | Por la Empresa (Mill.€) | Total OPVs (Mill.€) | Tamaño medio OPV (Mill. €) | Por los Obligacionistas | Total (Mill.€) |
| 180,5 | 418,0 | 598,5 | 9,8 | 51,9 | 650,4 |
| % Total Financiación | | | % Total Financiación | | |
| 27,75% | 64,27% | 92,02% | 7,98% | | |
| Financiación captada por emisión de Acciones Nuevas | | | | | |
| | Millones de € | % Valor de mercado del Capital Registrado | obligacionistas | | |
| Para crecer | 418,0 | 16,60% | accionistas | | |
| Para reducir Deuda | 51,9 | 2,06% | empresa | | |
| Total | 470,0 | 18,66% | | | |

Elaboración propia

Fuente: www.euronext.com/Iposhowcase y www.euronext.com/Issuers directory

4.2.3 Estructura accionarial de las empresas antes y después de realizar las OPVs

El cambio en la estructura y en el control del accionariado puede dar información del porque una compañía decide salir a cotizar. En concreto, los accionistas pueden utilizar la OPV para desinvertir o para diversificar el riesgo más que para captar financiación en el mercado para crecer.

Por ello, en esta sección se procede a analizar el comportamiento de los principales accionistas en las OPVs realizadas en Alternext. La información que se utiliza a este respecto es la que figura en los documentos registrados por las empresas en el mercado, folleto o documento de admisión, antes de acceder a cotizar. En estos documentos las compañías incluyen la distribución de las acciones y de los derechos de voto entre los accionistas antes y después de la realización de la OPV.

A los efectos de realizar este análisis los accionistas se clasifican en: Fundadores y Gestores, Inversor Financiero, Inversor Privado, Empleados y Público. En Inversor Financiero se incluyen las participaciones de personas jurídicas que llevan en su nombre palabras como “Venture”, “Financiere”, “FCPI” “Fonds” y en Inversores Privados se incluyen las participaciones de personas físicas.

En la Tabla 21 se muestra la información y como se observa la participación de los propietarios y gestores antes de la OPV superaba el 50% y este grupo junto con los inversores financieros controlaban de media el 95% del capital. Tras las OPVs todos los grupos, excepto el de empleados, bajan su participación en la empresa. En el caso de los Fundadores y Gestores que antes de la OPV tenían el 52,25% del capital pasan a tener el 37,34%, 14 puntos menos, los inversores financieros pasan de un 43,09% antes de la OPV a tener un 31,46% después de la OPV, 12 puntos menos. Tras las ventas de los propietarios y gestores y de los inversores financieros estos dos grupos aunque reducen su participación hasta el 68,8% siguen manteniendo el control de las compañías. Por último la caída de los inversores privados es menor y pasan de tener un 3,81% a tener un 2,75%.

TABLA 21. Mercado Alternext: Estructura accionarial de las empresas antes y después de las OPVs, Mayo 2005-Marzo 2014

Nº de OPVs de la muestra: 60

| Tipo de Accionista | Pre-OPVs | | Post-OPVs | |
|---------------------|-----------------------|----------------|------------------------|----------------|
| | Nº de acciones(Mill.) | % Total | Nº de acciones (Mill.) | % Total |
| Fundador y Gestores | 98,0 | 52,25% | 88,9 | 37,34% |
| Inversor Financiero | 80,8 | 43,09% | 74,9 | 31,46% |
| Inversor privado | 7,1 | 3,81% | 6,5 | 2,75% |
| Empleados | 1,4 | 0,75% | 2,4 | 0,99% |
| Público | 0,0 | 0,00% | 65,2 | 27,39% |
| Acciones en cartera | 0,2 | 0,10% | 0,2 | 0,08% |
| Total | 187,6 | 100,00% | 238,1 | 100,00% |

Elaboración propia

Fuente: www-euronext.com/Iposhows

Este comportamiento vendedor de los principales accionistas también lo constatan Rydqvist y Högholm(1995) en Suecia donde los accionistas principales pasan de tener el 90% de participación antes de la OPV a tener el 57% después de realizar la operación. Estos autores concluyen que la edad alta de las compañías y la gran proporción de acciones vendidas sugieren que los accionistas salieron a cotizar para financiar consumo y diversificar riesgo y no tanto para financiar el crecimiento. Por su parte, Pagano, Panetta y Zingales (1998) informan que en Italia los propietarios iniciales, aunque venden en la OPV, retienen una participación mayor a la que le aseguraría el control, pasando de tener una participación media del 87% antes de la OPV a tener una participación del 65,2% después de la oferta. En US Mikkelson, Partch y Shah, (1997) informan que la participación retenida por los

accionistas de control es del 44% y para el Reino Unido la participación informada en Brennan y Franks (1997) es del 35,3%.

4.2.4 Los costes de salir a cotizar en Alternext

La información relativa a los costes de salir a cotizar se extrae del folleto (segunda parte-punto8) que las empresas registran ante el mercado. En este apartado las empresas deben incluir una estimación de los costes directos de salir a cotizar y de los ingresos esperados de la OPV. Algunas empresas desglosan el folleto en dos documentos, el documento de admisión y el documento base, en este caso, la información figura en el punto 8 del documento de admisión. Una vez realizada la oferta no se ha localizado ningún documento, que las empresas hayan publicado en la web del mercado, informando de los costes directos reales de la operación. Por esta razón, el análisis de los costes del mercado francés se realiza con las estimaciones de los costes directos realizadas por las empresas antes de salir a cotizar y con los ingresos reales captados en las OPVs. En cuanto al coste indirecto de la infravaloración la información es real.

Con relación a la muestra, los costes totales de salir a cotizar al mercado Alternext París se comprueban sobre una muestra de 59 empresas. No se consideran dos empresas que realizaron una Oferta Pública Inicial de Venta de Acciones para acceder a cotizar en Alternext París porque de una de ellas, la web no informa de los resultados finales de su OPV, y de otra, no se ha localizado en la web el precio de cierre del primer día de cotización y por lo tanto no se conoce su infravaloración.

En esta muestra la compañía media capta 10,3 millones de euros e incurre en un coste directo total medio por salir a cotizar del 7,7% de los recursos captados en la emisión. La existencia de economías de escala es evidente. Mientras que en las ofertas más pequeñas, las comprendidas en el rango de 2 a 5 millones de euros, el coste medio directo global es del 12% de los recursos captados este coste cae conforme crece el tamaño de la emisión. Al alcanzar los 15 millones de euros el coste se reduce a la mitad y, aunque no se localiza un valor moda de los costes totales directos de salir a cotizar, a partir de este nivel de ingresos los costes directos totales tienden a agruparse alrededor del 6%.

En cuanto al coste indirecto de la infravaloración, en la muestra de las 59 Ofertas Iniciales de Venta de Acciones analizadas, la infravaloración media se sitúa en el 9,7%, Tabla 22.

TABLA 22. Mercado Alternext: Los costes directos de salir a cotizar, Mayo 2005-Marzo 2014

| Ingresos brutos captados en la OPV- Euros | Nº de OPVs | % Costes medios totales/Ingresos brutos medios totales |
|--|-------------------|---|
| 2000000-4999999 | 14 | 12% |
| 5000000-9999999 | 19 | 9% |
| 10000000-14999999 | 13 | 8% |
| 15000000-19999999 | 5 | 6% |
| 20000000-24999999 | 4 | 6% |
| más de 25000000 | 4 | 6% |
| Total | 59 | 7,7% |

| | | |
|-------------------------|----|------|
| Infravaloración media | 59 | 9,7% |
| Infravaloración mediana | 59 | 4,9% |

Elaboración propia

Fuente: www.euronext.com/Iposhows

La mayoría de las empresas facilitan el dato global del coste directo de salir a cotizar sin diferenciar los gastos de los intermediarios financieros de los gastos jurídico- administrativos. De las 59 OPVs estudiadas únicamente 18 empresas desglosan este dato y por los valores medios de esta pequeña muestra los gastos de intermediarios financieros duplican a los gastos jurídico-administrativos. Los primeros representan el 65,4% del total de los costes directos y se llevan un 4,7% de los recursos captados en la emisión frente a los segundos que representan el 34,6% del total costes directos y se llevan el 2,5% de los recursos captados, Tabla 23.

TABLA 23. Mercado Alternext: Recursos captados en las OPVs y costes directos de salir a cotizar, Mayo 2005-Marzo 2014

| | Nº de OPVs | Media(Mill. €) | Mediana (Mill. €) |
|--|------------|----------------|-------------------|
| Recursos captados en laOPV | 59 | 10,3 | 8,7 |
| Coste directo de salir a cotizar | 59 | 0,79 | 0,70 |
| %Coste directo total/ Recursos captados | | 7,7% | 8,1% |

Submuestra de 18 OPVs que desglosan los costes directos totales de salir a cotizar en: costes de intermediarios y coste jurídico-administrativos

| | Nº de OPVs | Media (Mill. €) | Mediana (Mill. €) |
|--|------------|------------------|-------------------|
| Recursos captados en la OPV | 18 | 10,5 | 8,9 |
| Costes totales de salir a cotizar | 18 | 0,754 | 0,703 |
| %Coste directo total/ Recursos captados | | 7,2% | 7,9% |
| Coste de los intermediarios financieros | 18 | 0,493 | |
| % coste total de salir a cotizar | | 65,4% | |
| % Recursos captados | | 4,7% | |
| Costes jurídico- administrativos | 18 | 0,261 | |
| % coste total de salir a cotizar | | 34,6% | |
| % Recursos captados | | 2,5% | |

Elaboración propia

Fuente: www.euronext.com/Iposhows

El coste del 4,7% del “underwriter” en el mercado Alternext es menor al coste del “underwriter” del 7% en los mercados de valores de US y se acerca a los valores medios de los mercados europeos.

Por lo tanto, teniendo en cuenta los costes directos totales medios y la infravaloración media, un emisor que vendiera su valor en Alternext París a 10 euros recibió unos recursos netos de 9,23 euros por una acción que se negociaba en el mercado a 10,97 euros. La diferencia entre el precio de mercado y el importe recibido por el emisor es de 1,74 euros. Este importe engloba los costes directos de salir a cotizar y el coste indirecto de la infravaloración y representa un 15,9% del valor que la emisión alcanza en el mercado el primer día de negociación; este coste es inferior al 20,5% encontrado por Lee, Lochhaed y Ritter (1996) en una muestra de OPVs realizadas en US.

Ejemplo del coste real de un empresario que vende su valor a 10 Euros en Alternext París

| Precio de OPV | Precio neto | Precio de mercado | Precio mercado- Precio neto | Coste real |
|---------------|-------------|-------------------|--------------------------------|------------|
| 10 | 9,23 | 10,97 | 1,74 | 15,9% |

Elaboración propia

4.3 Ofertas públicas de venta inicial de acciones del Mercado Alternativo Bursátil- Empresas en Expansión (MAB-EE)

En esta sección se analizan las ofertas públicas de venta de acciones realizadas en el mercado español MAB-EE y al que las empresas pueden acceder, al igual que ocurre en el mercado francés Alternext, utilizando una de sus tres vías de acceso:

1. Registrarse directamente, en este caso, las acciones de las que sean titulares accionistas con porcentajes inferiores al 5% del capital social deberán representar en conjunto un valor estimado no inferior a dos millones de euros.
2. Realizar una Oferta Pública de Venta o de suscripción. El valor estimado de las acciones objeto de oferta no podrá ser inferior a dos millones de euros y deberá ser titularidad de accionistas con un porcentaje inferior al 5 % del capital social.
3. Transferirse desde otro mercado de valores en el que la empresa ya estaba negociando.

El procedimiento que se sigue en el análisis de la financiación captada en el mercado y del coste de salir a cotizar al mercado MAB-EE se inicia con la descripción de la población de empresas que desde el nacimiento del mercado en mayo 2008⁵⁷ se acercaron al mercado por alguna de sus tres vías de acceso, se sigue con la descripción de la estructura de las OPVs y la financiación captada con

⁵⁷ MAB-EE nace en mayo 2008 e inicia sus operaciones en julio 2009

ellas, la estructura accionarial antes y después de la realización de las OPVs y se finaliza con los costes de salir a cotizar.

4.3.1 Base de datos: Población y muestra de empresas

Desde el nacimiento del mercado MAB-EE en mayo 2008 y hasta el 31 de marzo de 2014 se ha creado de forma manual la base histórica de las empresas que a lo largo del periodo figuraban en la web del propio mercado. Por la información localizada hasta finales del mes de marzo de 2014 se habían acercado al MAB-EE al menos 23 compañías, anexo 8. Sin embargo, en el año 2013 salen del mercado dos empresas, (Negocio&Estylo de Vida S.A. y Grupo Nostrum) y con ello se sitúa en 21 empresas la muestra que estaban cotizando en el MAB al 31 de marzo de 2014.

Los métodos utilizados por las compañías de la muestra para acceder al mercado MAB-EE son:

| Método de acceso | Nº de compañías |
|--|------------------------|
| Registro directo | 3 |
| Ofertas Públicas de Venta Inicial de Acciones-OPVs | 20 |
| Cotizando al 31-3-2014 | 18 |
| Des-registradas | 2 |
| Total | 23 |

Las empresas de la muestra, excepto una empresa búlgara, tienen su sede social en España y elaboran y presentan la información contable conforme a las normas y principios contables españolas.

A partir del mes de marzo 2014 y hasta el 30 de agosto de 2015 el MAB-EE recibe 8 empresas nuevas de forma que hasta finales de agosto de 2015 la población de empresas que en algún momento estuvieron presentes en el mercado español alcanzaba a 31 empresas⁵⁸.

4.3.2 Estructura de las OPVs y financiación captada

La actividad real de Ofertas Públicas de Venta de Acciones en el mercado MAB-EE desde Mayo 2008 a Marzo 2014, fue de 20 Ofertas con las que las empresas obtuvieron 82,9 millones de euros.

⁵⁸ Crespo, J.L. y Garcia, A. (2007) identifican a 5.353 empresas españolas que cumplen los requisitos exigidos por el MAB.

Las empresas más activas pertenecen a las industrias de Servicios al Consumidor con el 35% de las ofertas, seguida de Biotecnología y Tecnología que cada una de ellas realiza un 20% y Actividad Industrial con el 15%. Estas industrias realizan el 90% de las OPVs y captan el 90,17% del efectivo. La oferta media del mercado tiene un tamaño de 4,1 millones de euros, aproximadamente un 50% menor al tamaño medio de 9,4 millones de euros de la oferta media del mercado francés si se consideran las 108 OPVs de la población total desde la creación del mercado o del tamaño medio de 9,8 millones de euros si se consideran las 61 empresas vivas en el 2014 de la muestra que posteriormente se utiliza para explicar el diseño de las OPVs del mercado Alternext, Tabla 24.

TABLA 24. Mercado MAB-EE: Distribución por industria de las OPVs, Mayo 2008-Marzo 2014

| Industria | Nº OPVs | % Total | Efectivo (Mill. Euros) | % Total | OPV Media Mill. Euros |
|--------------------------------|----------------|----------------|-------------------------------|----------------|------------------------------|
| Servicios al consumidor | 7 | 35,0% | 38,8 | 46,8% | 5,5 |
| Biotecnología | 4 | 20,0% | 15,7 | 18,8% | 3,9 |
| Tecnología | 4 | 20,0% | 12,3 | 14,8% | 3,1 |
| Actividad Industrial | 3 | 15,0% | 8,0 | 9,7% | 2,7 |
| Bienes de consumo | 1 | 5,0% | 2,2 | 2,6% | 2,2 |
| Telecomunicaciones | 1 | 5,0% | 6,0 | 7,2% | 6,0 |
| | 20 | 100,0% | 82,9 | 100,0% | 4,1 |

Elaboración propia

Fuente: www.bolsasymercados.es/mab

Por el nº de OPVs realizadas la industria de Telecomunicaciones ocupa el último lugar en el mercado pero por el importe de efectivo captado pasa a ocupar el primero. Esta industria solo realiza una OPV pero su tamaño por el efectivo captado es un 50% superior al tamaño medio del mercado. También el tamaño, según efectivo captado, de la industria de Servicios al Consumidor supera a la media del mercado pero éste no es el caso de las industrias de Biotecnología, Tecnología, Actividad Industrial y Bienes de consumo cuyas operaciones están por debajo de la media del mercado. El menor tamaño de las OPVs de Tecnología coincide con el mercado francés en donde esta industria captaba importes de efectivo más pequeños.

Con relación al diseño de las ofertas y de su desarrollo posterior en el mercado, a diferencia del mercado francés en el que se destinan las acciones puestas a la venta tanto al inversor institucional como al inversor minorista, en el mercado español los destinatarios de las acciones que se venden son exclusivamente a los inversores institucionales.

La trasposición de la Directiva de Folletos a las normas de los países miembros de la Unión introdujo la obligación de elaborar y publicar un folleto aprobado por el organismo regulador del mercado de valores en dos casos: si el emisor ofrece sus títulos al público y no le aplica alguna de las excepciones

que contempla la Directiva y si el emisor solicita la admisión a negociación de sus títulos en un mercado regulado. En la actualidad no es preceptivo registrar un folleto informativo en la CNMV en los siguientes supuestos: a) Si la cantidad de la oferta es inferior a 2,5 millones de euros, b) Si la oferta se dirige exclusivamente a inversores cualificados, c) Si se dirige a menos de 100 inversores por estado miembro de la UE, sin incluir los cualificados, d) Si se dirige a inversores que adquieran un mínimo de 50.000 euros cada uno.

En el caso español los destinatarios a los que se dirigen las ofertas se encuadran en una o en varias de las excepciones de la Directiva de Folletos anteriormente señaladas.

Como consecuencia de ello las ofertas públicas de venta inicial de acciones realizadas en el MAB-EE registraron ante el mercado un Documento Informativo de Incorporación y no un folleto registrado ante el organismo regulador del mercado de valores español, la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Esta es otra diferencia entre los dos mercados. Las OPVs realizadas en el mercados francés se distribuyeron entre el inversor profesional y el inversor minorista y todos los emisores elaboraron un folleto que registraron ante el organismo regulador del mercado de valores francés la l'Autorité des Marchés Financiers- AMF.

En cuanto a la información sobre el rango de precios de la oferta, el desglose de la oferta entre acciones viejas y acciones de nueva emisión, el comportamiento de la demanda y el reparto de la adjudicación final de acciones entre inversores no se ha localizado, ni en la web del mercado ni en la web de las empresas, ningún documento que facilite estos datos. Con el objetivo de poder realizar una comparación con sus correspondientes valores en el mercado francés se contacta directamente con algunos emisores pero tampoco se tuvo éxito con la gestión.

En lo referente a, la información del número final de acciones emitidas y del precio final al que se vendieron, ambos datos se obtienen a través de tres canales de información: de los hechos relevantes publicados al efecto por las compañías, en algunos casos, se utilizó la información incluida en el aviso publicado por el propio mercado informando de la fecha de incorporación y del número de valores que se incorporan al MAB-EE y en otros casos, se obtiene esta información de la nota de los fondos propios de la memoria anual auditada del ejercicio en el que se realizó la OPV y que los emisores deben registrar ante el mercado.

El resultado final de las operaciones españolas fue un número total de acciones vendidas en las OPVs de 28,3 millones, siendo todas ellas acciones de nueva emisión. Estas acciones nuevas junto a las acciones en circulación, antes de realizar las ofertas, resultan en un número total de acciones

registradas en MAB-EE de 207,9 millones. El valor de mercado del total acciones registradas al precio de cierre del primer día de negociación alcanzó los 672,5 millones de euros.

El Free Float se sitúa en el 13,61% frente al 27,25% del mercado francés, el Factor de Dilución es el 15,76% frente al 27,05% francés. La financiación captada en el mercado como ya se señaló anteriormente alcanza a los 82,9 millones de euros frente a los 650,4 millones de euros captados por las empresas francesas que seguían cotizando en el mercado en el 2014.

El dinero nuevo captado en el mercado MAB-EE es de media el 12,71% del valor asignado por el mercado el primer día de negociación, porcentaje inferior al del mercado Alternext del 18,66% y más cercano al porcentaje encontrado por Pagano, Panetta y Zingales (1998) en la Bolsa de Milán que fue de media un 12,9% del valor de mercado, Tabla 25.

TABLA 25. Mercado MAB-EE: Ofertas Públicas de Venta de Acciones, Mayo 2008- Marzo 2014

Nº de OPVs de la muestra: 20

| Desglose de las acciones vendidas en la OPV | | | |
|--|----------------------------------|------------------------------------|-----------------------------------|
| Venta de Acciones Pre-OPVs (Mill.) | Venta de Acciones Nuevas (Mill.) | Total Acciones vendidas (Mill.) | Financiación captada (Mill. €) |
| 0,0 | 28,3 | 28,3 | 82,9 |
| Capital Social Registrado | | | |
| Acciones Pre-OPV (Mill.) | Acciones nuevas emitidas (Mill.) | Total acciones registradas (Mill.) | Valor de Mercado (Mill. €) (1) |
| 179,6 | 28,3 | 207,9 | 672,5 |

(1) valor de mercado al precio de cierre del primer día de negociación

| Free Float | Factor de Dilución | % Financiación captada/ Valor de mercado del capital registrado |
|-------------------|---------------------------|--|
| 13,61% | 15,76% | 12,33% |

Elaboración propia

Fuente: www.bolsasymercados.es/mab

4.3.3 Estructura accionarial de las empresas antes y después de realizar las OPVs.

Para realizar el análisis de la estructura accionarial antes y después de acceder al mercado y realizar las OPVs se agrupan los accionistas en: Fundadores y Gestores, Inversor Financiero, Inversor Privado, Empleados y Público. En Inversor Financiero se incluyen los accionistas cuya participación antes de realizar la OPV es superior al 5% y que no es ni el fundador de la compañía ni tampoco gestor. En inversor privado se incluyen las participaciones inferiores al mencionado 5%.

La información relativa a la distribución accionarial pre-OPV se extrae del punto 1.17 del Documento Informativo de Incorporación. En este punto los emisores deben incluir el número de acciones y porcentaje de participación en el capital social de sus principales accionistas, aquellos cuya participación es superior al 5% del capital social.

Para elaborar la distribución accionarial post-OPV se tiene en cuenta la siguiente información: las participaciones superiores al 10% que el emisor debe registrar ante el mercado mediante hecho relevante, la nota de la memoria referente a los fondos propios en la que el emisor incluye una distribución de su capital entre los accionistas y el hecho de que los destinatarios de las acciones emitidas en la OPV son inversores profesionales. Por esta última razón en el mercado español no se incluyen acciones en el tipo de accionista denominado “Público”.

Con la información anterior, antes de la OPV, la participación de los propietarios y gestores superaba el 50% y junto con la participación de los inversores financieros controlaban de media el 92,8% del

capital. Tras las OPVs ambos grupos bajan su participación, aunque los primeros siguen manteniendo su participación por encima del 50% y los inversores financieros mantienen una participación relevante por encima del 20%. La participación del inversor privado gana importancia como consecuencia de las acciones emitidas en las OPVs pasando de representar un 6,3% a representar el 19,9%. Por último los empleados mantienen su participación en el capital de las compañías, Tabla 26.

TABLA 26. Mercado MAB-EE: Estructura Accionarial de las empresas antes y después de realizar las OPVs, Mayo 2008 -Marzo de 2014

Nº de OPVs de la muestra: 20

| Tipo de Accionista | Pre-OPVs | | Post-OPVs | |
|---------------------|------------------------|---------------|------------------------|---------------|
| | Nº de acciones (Mill.) | % Total | Nº de acciones (Mill.) | % Total |
| Fundador y Gestores | 119,94 | 66,8% | 119,69 | 57,6% |
| Inversor Financiero | 46,76 | 26,0% | 45,32 | 21,8% |
| Inversor privado | 11,25 | 6,3% | 41,30 | 19,9% |
| Empleados | 0,36 | 0,2% | 0,46 | 0,2% |
| Acciones en cartera | 1,32 | 0,7% | 1,15 | 0,6% |
| Público | 0,00 | 0,0% | 0,00 | 0,0% |
| | 179,62 | 100,0% | 207,92 | 100,0% |

Elaboración propia

Fuente: www.bolsasymercados.es/mab

4.3.4 Los costes de salir a cotizar en MAB-EE

En el caso del mercado español la información utilizada para analizar los costes de salir a cotizar es la publicada por las empresas una vez finalizada la oferta y comunicada al mercado mediante hecho relevante. Esta es una diferencia con el mercado francés en el que la información real de los costes directos de salir a cotizar no se ha localizado en la web de Alternext por lo que la información de los costes directos es la estimada por las empresas antes de salir a cotizar.

En cuanto a la muestra, los costes totales de salir a cotizar al MAB-EE se comprueban sobre una muestra de 16 OPVs. En la muestra inicial de las 20 empresas que realizaron una OPV en el mercado español no se consideran: dos empresas que habían dejado el mercado antes del 31 de marzo de 2014, la empresa Gowex que en el mes de julio 2014 entra en concurso de acreedores y otra empresa de la que no se ha localizado la información de los gastos de salir a cotizar.

En esta muestra de 16 empresas, el tamaño medio de los recursos captados en la oferta es de 3,9 millones de euros y el coste directo medio de salir a cotizar es del 14,45% de los recursos captados en la emisión. Distribuyendo por rangos los ingresos captados por las ofertas, al igual que ocurre en el mercado Alternext, también en el MAB-EE la existencia de economías de escala es evidente. Mientras que, en las ofertas más pequeñas el coste medio directo global es del 27,8% de los recursos captados, este coste tiende a bajar conforme crece el tamaño de la emisión y se reduce al 11,1% en las emisiones de más de 6 millones de euros. En cuanto al coste de la infravaloración media respecto al precio de cierre del primer día de negociación, ésta se sitúa en el 4,3%, Tabla 27.

TABLA 27. Mercado MAB-EE: Los costes directos de salir a cotizar,

Mayo 2008-Marzo 2014

| Ingresos brutos captados en la OPV- Euros | Nº de OPVs | %Costes totales medios/Total ingresos brutos medios |
|--|-------------------|--|
| hasta 1999999 | 4 | 27,8% |
| 2000000-3999999 | 7 | 14,6% |
| 4000000-5999999 | 2 | 15,7% |
| más de 6000000 | 3 | 11,1% |
| Total | 16 | 14,45% |

| | | |
|-------------------------|----|------|
| Infravaloración media | 16 | 4,3% |
| Infravaloración mediana | 16 | 2,4% |

Elaboración propia

Fuente: www.bolsasymercados.es/mab

Las empresas informan que el coste directo medio total procede un 3,2% de los cánones de Iberclear y MAB-EE, un 47,1% de gastos de asesoramiento legal y financiero, un 40,5% de comisiones de colocación y de agencia y un 9,1% de notaría, registro, agencias de comunicación, impuestos y otros gastos surgidos en la operación. Al objeto de comparar los costes de los dos mercados analizados se consideran costes de intermediarios financieros a la comisión de colocación y agencia más el 50% de los costes de asesoramiento legal y financiero y costes jurídico-administrativos los cánones de

Iberclear y Mab, los costes de notaría, registro, agencias de comunicación, impuestos y otros costes surgidos en la operación a los que se le añaden el 50% de los costes de asesoramiento legal y financiero. Tras este reparto, el 64,1% de los costes directos medios totales corresponden a los intermediarios financieros y el 35,9% a los costes jurídico- administrativos. Respecto a los recursos captados en la oferta, los intermediarios financieros se llevan un 9,3% y los costes jurídico-administrativos un 5,2% de los recursos, Tabla 28.

TABLA 28. Mercado MAB-EE: Recursos captados en las OPVs y costes directos de salir a cotizar, Mayo 2008-Marzo 2014

| | Nº de OPVs | Media(Mill. €) | Mediana (Mill. €) |
|--|------------|----------------|-------------------|
| Recursos captados en la OPV | 16 | 3,9 | 2,5 |
| Coste directo de salir a cotizar | 16 | 0,56 | 0,43 |
| %Coste directo total/ Recursos captados | | 14,45% | 17,4% |

Desglose de los costes directos de salir a cotizar facilitado por las empresas (valores medios)

| | Cánones Iberclear y Mab (Mill €) | Asesoramiento legal y financiero (Mill €) | Colocación y agencia (Mill €) | Otros (Mill €)(1) | Total (Mill €) |
|---------------------|----------------------------------|---|-------------------------------|-------------------|----------------|
| | 0,02 | 0,26 | 0,23 | 0,05 | 0,56 |
| % Total costes | 3,2% | 47,1% | 40,5% | 9,1% | 100,0% |
| % Recursos captados | 0,5% | 6,8% | 5,9% | 1,3% | 14,45% |

Reparto del total coste directo entre: costes de intermediarios financieros y costes jurídico-administrativo (valores medios)

| | Nº OPVs | Media (Mill.€) |
|--|---------|----------------|
| Coste intermediarios financieros (Mill €) | 16 | 0,36 |
| % Coste total de salir a cotizar | | 64,1% |
| % Recursos captados | | 9,3% |
| Coste jurídico- administrativos (Mill €) | | 0,20 |
| % Coste total de salir a cotizar | | 35,9% |
| % Recursos captados | | 5,2% |

(1) En otros se incluyen los costes de notaría, registro, agencias de comunicación..

Elaboración propia

Fuente: www.bolsasymercados.es/mab

Costes de intermediarios financieros= costes de colocación y agencia más el 50% de los costes de asesoramiento legal y financiero
Costes jurídicos administrativos= el 50% de los costes de asesoramiento legal y financiero más costes de Cánones Iberclear y Mab y Otros.

Según estos datos un emisor que vendiera su valor en MAB-EE a 10 euros recibió unos recursos netos de 8,55 euros por una acción que se negociaba en el mercado a 10,43 euros. Teniendo en cuenta la diferencia entre el precio de mercado y el importe recibido por el emisor tras descontar del precio de oferta los costes directos totales, la suma de los costes directos e indirectos es de 1,87 euros, que suponen el 17,97% del valor de mercado.

MAB-EE: Ejemplo del coste real de un empresario que vende su valor a 10 Euros

| Precio de OPV(€) | Precio neto (€) | Precio de mercado (€) | Precio mercado-Precio neto (€) | Coste real (€) |
|------------------|-----------------|-----------------------|--------------------------------|----------------|
| 10 | 8,56 | 10,43 | 1,87 | 17,97% |

Elaboración propia

4.4 Razones dadas por las empresas para salir a cotizar

Las razones dadas por las empresas para salir a cotizar se clasifican, tanto al mercado francés como al español y siguiendo a Rydqvist y Högholm (1995), en razones financieras y razones de productividad. A su vez, las razones financieras pueden desglosarse en razones relacionadas con la financiación de la compañía y en razones relacionadas con la financiación del propietario de la compañía. En cuanto a las razones de productividad se pueden separar en razones relacionadas con incentivos y en razones relacionadas con publicidad. Normalmente las compañías dan dos, tres, cuatro o más motivos de su salida al mercado.

Las razones financieras son las establecidas por la mayoría de los emisores y de ellos el 100% de los españoles y el 93% de los franceses buscan en el mercado financiación para la empresa.

La captación de financiación para la compañía tiene entre un de sus objetivos financiar el crecimiento: consolidando el crecimiento interno y mejorando las relaciones con los clientes, implantándose y creciendo en el exterior incrementando sus exportaciones, adquiriendo equipos industriales para incrementar la capacidad de producción, desarrollando ofertas de productos nuevos e invirtiendo en nuevas oportunidades de negocio.

Un 33% de las OPVs españolas y un 28% de las OPVs francesas explican que los recursos los destinarán a Investigación y Desarrollo. Una diferencia destacable entre los dos mercados es que mientras el 81% de las empresas españolas explican que los recursos propios captados en el mercado los necesitan para devolver deuda en el caso francés solo una empresa señala esta razón. Los negocios españoles, con esta razón, manifiestan tener mayores dificultades financieras que los negocios franceses. Unido a lo anterior también es destacable, el que el 95% de la muestra española con la salida al mercado informa que busca desarrollar y reforzar la notoriedad e imagen de la empresa y de la marca, mientras que en el caso francés este porcentaje se reduce al 54% de la muestra. Una consecuencia de este último motivo puede ser mejorar el rating crediticio consistente con el descubrimiento de Pagano, Panetta y Zingales (1998) respecto a que las condiciones de crédito mejoran tras salir a cotizar.

En cuanto a la captación de recursos financieros para los accionistas también existen diferencias notables entre ambos mercados, en el caso español esta razón la citan el 86% de las empresas mientras que en el caso francés el porcentaje se reduce al 30%. Entre los objetivos, mientras que el más citado por los emisores españoles es que desean suministrar liquidez a las acciones de sus propietarios el 81% del total emisores en el mercado francés este porcentaje se reduce al 16% de los emisores.

Considerando por un lado, que las normas del MAB-EE obligan a los principales accionistas a mantener sus participaciones durante el año siguiente al de acceder al mercado, Bolsas y Mercados españoles (2010) Circular 5- segundo- 1 y por otro, el difícil entorno económico del ejercicio en el que salen a bolsa, detrás de esta razón podría estar la preocupación de los empresarios españoles por la existencia de un mercado para sus acciones pero también el deseo de desinvertir de los principales accionistas una vez transcurrido el primer año de presencia en el mercado. Para comprobar cuál de los dos deseos está detrás de esta razón habría que investigar la evolución de las participaciones de los accionistas antes de realizarse la OPV una vez transcurrido el primer año de cotización en el MAB-EE.

Respecto a las razones de productividad, éstas las citan el 76% de los negocios españoles y el 62% de los franceses. Entre los objetivos buscados por los emisores, ambos mercados citan, aproximadamente en la misma proporción, el objetivo de fidelizar y sensibilizar a sus empleados. Algunos emisores consideran que es más fácil para una compañía captar personal cualificado una vez que la compañía se negocia en un mercado público, Rydqvist y Högholm (1995). La valoración de la sociedad por el mercado parece tener más importancia en los negocios españoles que en los franceses, 48% frente al 3% y la adaptación de la sociedad a las exigencias bursátiles, previamente a su acceso a un mercado regulado, es un objetivo buscado por ambos mercados en porcentajes similares.

Por último, los emisores también señalan a la publicidad como un motivo importante para salir a cotizar aunque en este caso son los negocios franceses quienes le dan más relevancia, 52% de los emisores frente al 24% español. La presencia en el mercado de valores hará que la compañía sea más conocida y los negocios franceses consideran, en mayor medida de lo que lo consideran los negocios españoles, que ese mayor conocimiento hará más fácil la venta de sus productos a un número mayor de clientes y atraerá a personal más cualificado. La razón de que la salida a cotizar también aumentará la credibilidad de sus homólogos comerciales, sus clientes y proveedores se cita en ambos mercados con la misma importancia, Tabla 29.

TABLA 29. Razones dadas por las empresas por las que adoptan la decisión de salir a cotizar

| Mercado | Alternext | | MAB-EE | |
|--|----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| Muestra de Empresas | 61 | | 21 | |
| | Nº de empresas | % Total muestra | Nº de empresas | % Total muestra |
| A.- Razones financieras | 58 | 95% | 21 | 100% |
| Financiación de la compañía | 57 | 93% | 21 | 100% |
| Financiación del crecimiento | 54 | 89% | 21 | 100% |
| I+D | 17 | 28% | 7 | 33% |
| Reducir apalancamiento devolviendo deuda | 1 | 2% | 17 | 81% |
| Mejorar el rating de la compañía-Desarrollar y reforzar la notoriedad e imagen de la empresa y de la marca | 33 | 54% | 20 | 95% |
| Reequilibrar las carteras | 18 | 30% | 18 | 86% |
| Facilitar la desinversión a los accionistas | 5 | 8% | 2 | 10% |
| Dotar de liquidez a las acciones | 10 | 16% | 17 | 81% |
| Beneficiar a los accionistas con los beneficios y garantías del mercado | 5 | 8% | | |
| B.- Razones de Productividad | 38 | 62% | 16 | 76% |
| Incentivos | 14 | 23% | 14 | 67% |
| Fidelizar y sensibilizar a sus empleados y nuevas oportunidades para sus gestores | 11 | 18% | 4 | 19% |
| Valorar la sociedad poniendole precio el mercado | 2 | 3% | 10 | 48% |
| Reestructurar administración y finanzas | 1 | 2% | | |
| Adaptar la sociedad a las exigencias bursátiles antes de su acceso a un mercado regulado | 1 | 2% | 1 | 5% |
| Publicidad | 32 | 52% | 5 | 24% |
| Reforzar la comercialización de los productos y ampliar la base de los clientes | 18 | 30% | 2 | 10% |
| Aumentar la credibilidad con sus homólogos comerciales: sus clientes y proveedores | 13 | 21% | 5 | 24% |
| Reforzar medios humanos y reclutar nuevos talentos | 6 | 10% | | |

Elaboración propia

Fuentes: www.euronext.com/Iposhowcase; www.bolsasymercados.es/mab

4.5 Principales características de las OPVs de Alternext y MAB-EE

En la Tabla 30 se presenta un resumen de las principales características de las OPVs realizadas en el mercado Alternext y en el mercado MAB-EE. La tabla se divide en tres partes: la primera incluye la información relativa al tamaño medio de la OPV y a la financiación captada, la segunda recoge los

costes de salir a cotizar y por último en la tercera se incluye a la estructura accionarial de antes y de después de realizar las operaciones de venta de acciones.

Los datos muestran que el tamaño medio de la OPV realizada en el mercado francés, 9,8 millones de euros, duplica al tamaño medio de la OPV realizada en el mercado español, 4,1 millones de euros. Como consecuencia de esto, los costes directos de salir a cotizar en el mercado francés son la mitad de los costes directos de salir a cotizar al mercado MAB-EE. Así, mientras que en el mercado francés el coste directo de salir a cotizar es el 7,7% de los recursos captados en la OPV en el caso español este coste se lleva el 14,45% de los recursos captados en la OPV. En ambos mercados más del 64% de los costes directos de salir a cotizar se derivan de la entidad aseguradora de las ofertas cuya cuota en el caso francés es del 5% de los ingresos mientras que en el español alcanza el 9,26%.

Para comprobar si el menor tamaño de las OPVs españolas se debe a la coyuntura económica del ejercicio 2009, en el que el MAB-EE inicia sus operaciones, se estudian las OPVs realizadas en el mercado francés a partir del ejercicio 2008 y se constata de nuevo el mayor tamaño de las operaciones francesas (nº de OPVs: 14, tamaño medio: 8,03 millones de euros).

La OPV tiene unos costes fijos significativos y se comprueba que cuanto mayor sea el tamaño de la OPV menor es el porcentaje de estos costes sobre los recursos captados en la oferta. Otros estudios también encuentran que la mayoría de los costes asociados a la captación de capital en los mercados de valores caen en proporción al tamaño de la emisión, Torstila (2001), Oxera (2006) y Kaserer y Schiereck (2007).

TABLA 30. Características de las OPVs realizadas en los mercados Alternext y MAB-EE, Mayo 2005-Marzo 2014

Tamaño medio de las OPVs y financiación captada

| | Alternext | MAB-EE |
|---|-----------|--------|
| Nº de OPVs | 61 | 20 |
| Ingresos medios captados (Mill. €) | 9,8 | 4,1 |
| %Free Float | 27,25% | 13,61% |
| %Ratio de participación | 13,07% | 0,0% |
| %Factor de Dilución | 27,05% | 15,76% |
| Financiación captada en las OPVs(Mill. €) | 598,5(1) | 82,9 |
| % Valor de mercado del capital registrado | 16,6% | 12,33% |

(1) 70% para las empresas y 30% para los accionistas

| Costes de salir a cotizar | | |
|--|-----------|--------|
| | Alternext | MAB-EE |
| Nº de OPVs | 59 | 16 |
| Ingresos medios captados (Mill. €) | 10,3 | 3,9 |
| Costes directos medios (Mill. €) | 0,79 | 0,56 |
| % Costes directos medios/Ingresos medios | 7,7% | 14,45% |

| Coste de la Entidad Aseguradora | | |
|--|--------|-------|
| % Coste entidad aseguradora/ingresos medios | 5,0% | 9,26% |
| %total costes directos medios | 65,4% | 64,1% |
| Costes jurídicos administrativos | | |
| % Costes juridicos-administrativos/ingresos medios | 2,7% | 5,2% |
| %total costes directos medios | 34,60% | 35,9% |

| | | |
|------------------------------------|--------|--------|
| % Infravaloración | 9,7% | 4,3% |
| %Coste total de salir a cotizar(2) | 15,90% | 17,97% |

(2) Total coste directo medio +infravaloración sobre un hipotetico precio de OPV de 10€

| Estructura accionarial | | | | |
|-------------------------|-------------------------|--------|--------------------------|--------|
| | % Participación pre-OPV | | % Participación post-OPV | |
| Tipo de accionista | Alternext | MAB-EE | Alternext | MAB-EE |
| Propietarios y Gestores | 52,3% | 66,8% | 37,3% | 57,6% |
| Inversor Financiero | 43,1% | 26,0% | 31,5% | 21,8% |
| Inversor Privado | 3,8% | 6,3% | 2,8% | 19,9% |
| Empleados | 0,8% | 0,2% | 1,0% | 0,2% |
| Público | 0,0% | 0,0% | 27,4% | 0,0% |
| Acciones en cartera | 0,1% | 0,7% | 0,1% | 0,6% |
| | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |

Elaboración propia

Fuentes: www.euronext.com/lp/showcase; www.bolsasymercados.es/mab

Respecto a los valores, del tamaño medio de la OPV y al coste directo medio de salir a cotizar del mercado Alternext, estos se acercan a los encontrados por Kaserer y Schiereck (2007) para una muestra de 40 OPVs realizadas en Alternext entre 2005 y 2007, cuyo tamaño medio fue de 10,2 millones de euros y su coste medio directo fue del 8,6% de los recursos captados. Sin embargo, el tamaño medio de las operaciones de Alternext es un poco inferior al tamaño medio de 11,04 millones de euros encontrado por Giudici y Roosenboomb(2004) en una muestra de 144 OPVs realizadas en el anterior mercado francés Nouveau Marché.

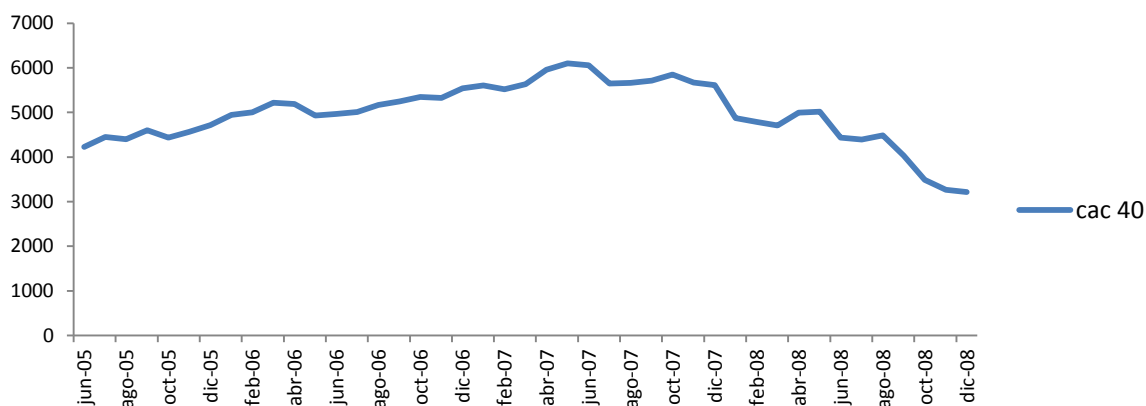
Los empresarios españoles venden una parte menor de sus empresas en el mercado, mientras que el free float francés alcanza al 27,25% de la cifra del capital social, el español se queda en el 13,61%. Todas las acciones vendidas por parte de los negocios españoles son acciones de nueva emisión mientras que en el caso francés la venta de acciones incluye acciones nuevas pero también acciones que ya estaban en circulación. El ratio de participación de los accionistas principales en Alternext es del 13,07%. El resultado de estas diferencias es que los negocios franceses captan más dinero nuevo en el mercado que se reparte entre las propias compañías, (70%) y sus accionistas (30%). El dinero nuevo español es al 100% para los negocios.

Otra diferencia a destacar entre ambos mercados está en el coste indirecto de la infravaloración, que es mayor en Alternext que en el MAB-EE. Las empresas, según se desprende de sus principales variables de balance y de la cuenta de resultados que se describen ampliamente en el siguiente capítulo, no tienen diferencias significativas ni en tamaño ni en antigüedad. También desarrollan su actividad en un mismo espacio normativo, la Unión Europea, y salen a cotizar a dos mercados que nacen sobre la base de la misma norma comunitaria, la Directiva MIFID. Por tanto, no parece que el riesgo de las empresas o de los mercados explique la mayor infravaloración del mercado francés.

Esta mayor infravaloración puede estar más explicada por la situación del mercado de OPVs y del mercado de valores en general del momento en el que las empresas deciden realizar sus OPVs. Con relación al mercado de OPVs, un periodo de emisión alcista se caracteriza por altos volúmenes de emisión de OPVs y altos rendimientos, un periodo de emisión bajista se caracteriza por volúmenes de emisión bajos y bajos rendimientos y el paso de un periodo alcista a uno bajista se caracteriza por volúmenes importantes de OPVs y rendimientos más bajos, Ritter (1984). Con relación a las condiciones del mercado de valores en su conjunto, un incremento del índice del mercado incrementa la infravaloración, Hanley (1993); Derrien y Womack(2000). En el caso francés, el 76% de las OPVs acceden a cotizar antes del año 2008 y de ellas el 67% salen en los ejercicios 2005 y 2006. En estos ejercicios por un lado se realizan la mayoría de las ofertas y por otro la evolución del índice CAC-40 de Euronext París era creciente. Esta tendencia creciente, tanto del mercado de

emisión de OPVs como del índice CAC-40 del mercado Euronext, cambia de signo a partir de mediados del ejercicio 2007, Gráficos 10 y 11.

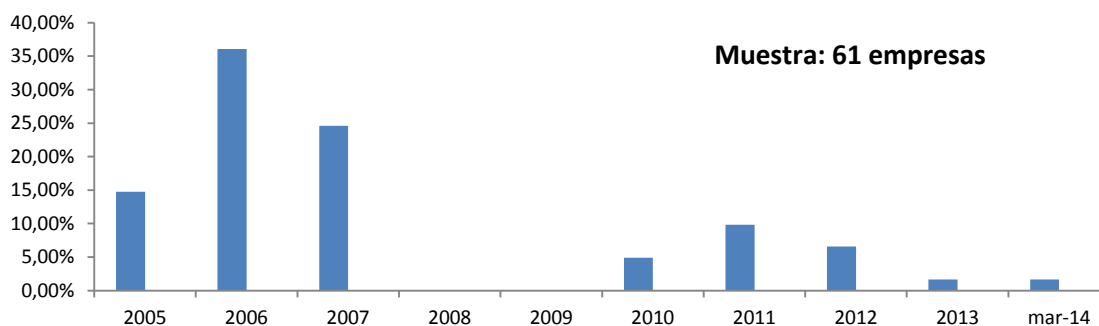
GRÁFICO. Evolución del índice CAC-40 de Euronext París. Jun. 2005- Dic.2008



Elaboración propia

Fuente: Revista de Bolsas y Mercados Españoles-Estadísticas

GRÁFICO 11. Evolución de las OPVs en el mercado Alternext. May. 2005-Marz.2014



Elaboración propia

Fuente: Revista de Bolsas y Mercados Españoles-Estadísticas

Otra circunstancia, que también informa de la mayor infravaloración del mercado Alternext, es el hecho de que el 49% de las OPVs francesas fijan su precio final de OPV por encima del precio medio del rango de precios, y de ellas, en el 83% el precio final de la OPV coincide con el límite máximo del rango. Hanley (1993) demostró que la infravaloración es mayor en las emisiones valoradas en el límite máximo del rango de precios.

Por último, la estructura accionarial de ambos mercados también muestra diferencias a destacar. En el mercado francés tiene mayor presencia el inversor de capital riesgo mientras que en el español el

porcentaje mayor de acciones está en manos de los propietarios y gestores. Esta mayor participación del capital riesgo en el accionariado de las compañías francesas frente a las compañías españolas también la encuentran Goergen, Khurshed y Renneboog (2006) entre las compañías francesas, negociadas en el Nouveau Marché, y las compañías alemanas, negociadas en el Neuer Markt. La presencia de las sociedades de capital riesgo, como accionistas de las compañías, era mayor en las compañías francesas que en las alemanas.

Sin embargo, estos autores encuentran que las OPVs del mercado francés respaldadas por una sociedad de inversión tenían menos infravaloración, al igual que, Meggison y Wess (1990) quienes comprueban en una muestra de US que la presencia de una sociedad de inversión en el capital de una compañía emisora reduce la infravaloración. En las OPVs de Alternext, con mayor presencia de las sociedades de inversión en su accionariado, la infravaloración es mayor, que en las sociedades españolas donde la presencia del capital riesgo es menor.

En cuanto al resultado encontrado por Habib y Ljungqvist (2000), de que la participación de los principales accionistas en las OPVs reduce la infravaloración, tampoco se soporta en el caso de Alternext. En cambio, el resultado encontrado en las OPVs de Alternext coincide con el encontrado por Chahine (2004) en el mercado Nouveau Marché y Second Marché, en los que no encuentra diferencia en la infravaloración de las emisiones en las que no participan los propietarios y aquellas en las que si lo hacen. Su conclusión es que los propietarios franceses no adoptan necesariamente decisiones más costosas para certificar la calidad de su oferta. Tampoco Goergen, Khurshed and Renneboog (2006) encuentran una relación estadísticamente significativa entre los cambios en la concentración de la participación de los principales accionistas y la infravaloración y señalan que la aseveración de Habib y Ljungqvist's (2000) no se soporta en las OPVs realizadas en los mercados Neuer Markt y Nouveau Marché durante 1996-2004.

Los resultados del análisis de las OPVs realizadas en el mercado francés Alternext y en el español MAB-EE demuestran que, al margen de la magnitud del coste de salir a cotizar, el coste de los intermediarios financieros es la partida más importante de los costes directos de salir a cotizar y que la existencia de economías de escala es evidente, a mayor tamaño menor es el coste por unidad en la emisión. La financiación captada por las empresas francesas al mercado Alternext supera a la que captan las compañías españolas tanto si se tienen en cuenta todas las OPVs realizadas en el mercado francés como si se consideran solo las realizadas a partir del ejercicio 2008 en el que se inician las operaciones en el mercado MAB-EE. Los empresarios franceses venden una parte mayor de su empresa, el free float francés alcanza al 27,25% de la cifra del capital social mientras que el español se queda en el 13,61%. En cuanto a la estructura accionarial se constata una mayor presencia de las

sociedades de capital riesgo en el accionariado de los negocios franceses de la que existe en los negocios españoles. La mayor presencia del capital riesgo en el accionariado no reduce la infravaloración.

En el siguiente capítulo se comprueban los efectos que la salida a cotizar a un mercado alternativo de valores tiene sobre el crecimiento corporativo. Para ello, en primer lugar, a través de una serie de variables de balance y de la cuenta de resultados, se identificará la estructura de las empresas que realizan una OPV en el momento previo a su acceso al mercado, se continúa con el análisis de los factores que son determinantes en la captación de capital y se finaliza con el impacto que tienen sobre el crecimiento corporativo los recursos captados en la OPVs y la permanencia posterior de las empresas en el mercado.

5. LOS EFECTOS SOBRE EL DESARROLLO CORPORATIVO DE LA SALIDA A COTIZAR A UN MERCADO ALTERNATIVO DE VALORES EUROPEO

En este capítulo se comprobará el éxito de los mercados alternativos de valores europeos a través de los efectos que sobre el desarrollo corporativo tiene la salida a cotizar en ellos. Estas nuevas fórmulas de mercado se abrieron durante un periodo creciente de registros de empresas, seguido de una caída profunda y prolongada desde mediados del ejercicio 2007. Por lo tanto, el modelo de mercado no puede relacionarse solo con el crecimiento del registro de compañías y, teniendo en cuenta además, que su historia es relativamente corta, tampoco parece prudente valorar el éxito del mercado en la carrera de la financiación empresarial comparando las empresas nuevas registradas con otras compañías cuya vida bursátil sea un poco más larga. Un camino más adecuado para evaluar el éxito de estos nuevos mercados es comprobar su habilidad para atraer compañías de alto crecimiento potencial y permitirles captar el capital que necesitan para desarrollarse. Tal habilidad puede medirse con los importes de capital captado e invertido y con los resultados contables de las compañías después del registro. El marco regulatorio homogéneo adoptado por los nuevos mercados alternativos permite realizar esta comparación de las compañías registradas en ellos. También, Botazzi y Da Rin (2002) comprueban el éxito de los mercados europeos abiertos para pequeñas y medianas empresas en la década de los 90, el francés Nouveau Marché, el alemán Neuer Markt y el italiano Nuovo Mercato, por el número de empresas que recibieron, por la financiación que aportaron a esas empresas y por la evolución de resultados contables después de estar en el mercado. Estos autores también destacan, que estos mercados se abrieron durante un periodo de valoración alta y creciente de los valores tecnológicos a nivel mundial seguido de una empujada y prolongada caída desde mediados de 2000.

Asímismo, Gran Thortom (2010) en el análisis que realiza del inglés Alternative Investment Market literalmente señala que: la importancia del AIM se basa en su papel dentro de la carrera de financiación de las empresas en crecimiento. El mercado les permite captar financiación externa que impulsa un cambio en su desarrollo empresarial. Las compañías admitidas en el AIM experimentan un crecimiento inmediato, con un incremento de sus ingresos por ventas de media un 37% y un 25% en el primer y segundo año respectivamente. Los ingresos por ventas de las empresas muy pequeñas crecen muy rápidamente el primer año tras la admisión. Tras cinco años de cotización las proyecciones de los préstamos a largo también se fortalecen con un crecimiento por año del 15% .

Siguiendo a Botazzi y Da Rin(2002), en el análisis de los efectos sobre el desarrollo empresarial de la salida a cotizar a un mercado alternativo de valores europeo se diferencian cuatro partes. En primer

lugar se comprueba cual es la estructura de las empresas en el momento previo a su salida a cotizar al mercado, en segundo lugar se investiga sobre que variables son determinantes en la captación de capital y por último, se comprueban los efectos que tienen, la captación de recursos y la permanencia de las compañías en el mercado, sobre su estructura financiera y empresarial.

5.1 Estructura de las empresas antes de salir a cotizar

La segunda pregunta de la investigación es conocer los efectos que sobre la estructura financiera y empresarial han tenido los mercados alternativos de valores europeos. Un primer objetivo, para dar respuesta a esta pregunta, es conocer la situación de partida de los negocios, es decir, su dimensión y situación financiera en el momento de salir a cotizar. Estos mercados se crean para facilitar financiación a las pequeñas empresas por lo que se espera que los negocios antes de salir a cotizar sean jóvenes, pequeños y con dificultades financieras.

El campo de empresas utilizado en el análisis es el de las registradas en el mercado Alternext y en el MAB-EE. Los años operativos del mercado, su dimensión y los negocios del mercado Alternext están cercanos a sus correspondientes en el alemán Entry Standard y en el nórdico First Noth. En cuanto al mercado español MAB-EE, sus años operativos, su dimensión y tipología de empresas se acercan más al mercado italiano, al griego y al austriaco. Por último, el mercado irlandés por dimensión y tamaño de empresas se acerca más al mercado español aunque por años de vida coincide con Alternext.

En cuanto al procedimiento seguido, en primer lugar se describe la metodología y selección de las muestras, en segundo lugar se expone la estructura inicial de las empresas de Alternext y se finaliza con la descripción de la estructura inicial de las empresas del mercado MAB-EE

5.1.1 Metodología y selección de las muestras

Para comprobar la estructura inicial de las compañías, que salen a cotizar a un mercado alternativo de valores europeo, se utilizan varias medidas del balance y de la cuenta de resultados de las compañías incluyendo: variables financieras como las ventas y las exportaciones, el activo material y el activo inmaterial, la deuda total, la deuda a corto plazo y la deuda a largo plazo, los recursos propios, el apalancamiento financiero, el capex, el beneficio antes de intereses e impuestos (BAII), los ratios de rentabilidad BAII/Activo y BAII/ Ventas y variables no financieras como la edad y el empleo.

En la selección de estas variables se ha tenido en cuenta que la finalidad principal para la que se crearon estos mercados es facilitar la financiación de las empresas jóvenes, pequeñas e innovadoras.

Así, con la variable edad se conoce la antigüedad del negocio⁵⁹; las ventas, el activo y el empleo dan información del tamaño de las compañías⁶⁰, las deudas y los recursos propios informan si las compañías tienen tensiones financieras o no y el BAI da información sobre la rentabilidad de los negocios. En cuanto a la innovación se utiliza la información facilitada por las propias empresas en los documentos que registran antes de acceder al mercado⁶¹. No obstante, hay que señalar que, en la mayoría de las empresas no se ha localizado la información concreta que permita obtener conclusiones sobre su papel innovador, por ejemplo, no se han localizado datos sobre que gastos tienen de I+D y que número de empleados destinan a la investigación.

El periodo de búsqueda de los datos de estas variables alcanza a seis años: los dos años anteriores al del registro de las empresas en el mercado, el año de acceso a cotizar y los tres años posteriores de cotización. Con relación a este periodo, hay que señalar que, aunque la longitud del periodo de estudio en cada una de las empresas es el mismo, el entorno económico en el que cada empresa desarrolla su actividad no lo es. La diferencia surge porque la fecha de creación de cada uno de los dos mercados analizados no es la misma. El mercado francés se crea en el año 2005 en un entorno económico internacional favorable mientras que en el caso español el mercado nace en el año 2008 en el que se inicia una importante recesión económica a nivel internacional. Esto supone que, el 76% de las empresas de la muestra del mercado francés desarrollan su actividad antes del año 2008 mientras que el 100% de las empresas de la muestra española lo hacen a partir del año 2009.

Las fuentes de las que se extrae la información son las cuentas anuales auditadas registradas por las empresas ante el mercado. En concreto:

Para comprobar la estructura de las empresas en el momento de salir a cotizar se utiliza la información auditada del balance y de la cuenta de resultados de los dos ejercicios anteriores al del acceso al mercado. Estas cuentas están incluidas en los documentos de admisión que las empresas registran en el mercado antes de salir a cotizar. Los valores de cada variable son los que figuran en el ejercicio anterior al de salir a cotizar y los ratios de crecimiento se calculan con los valores que

⁵⁹ Berger y Udell (1998) clasifican a las empresas según el rango de edad en la que se encuentren en: empresas infantiles entre 0 y 2 años, empresas adolescentes entre 3 y 4 años, empresas de mediana edad entre 5 y 25 años y empresas maduras de más de 25 años.

⁶⁰ Comisión de las Comunidades Europeas (2003) clasifica por tamaño a las empresas, en función del número de empleados, de su volumen de negocio o de su Balance en General. Los criterios de clasificación son los siguientes:

Microempresa: nº de empleados de 1 a 9; ventas o activo hasta 2 millones de euros.

Empresa Pequeña: nº de empleados de 10 a 49; ventas o activo hasta 10 millones de euros.

Empresa Mediana: nº de empleados de 50 a 249; ventas o activo hasta 50 millones de euros.

Empresa Grande: nº de empleados más de 249; ventas o activo más de 50 millones de euros.

⁶¹ En el caso del mercado francés, la información incluida en el Documento Base, apartado 11 o en la Offering Circular, apartado 12-“Investigación y Desarrollo, Patentes y Licencias” también se busca esta información en las notas a las cuentas anuales auditadas incluidas en los mencionados documentos de registro. En el caso del mercado español esta información está incluida en el Documento Informativo de Incorporación apartado 1.8 Dependencia en cuanto a Patentes, Licencias o similares y en el apartado 1.10.1 Inversiones en I+D+i.

figuran en los dos años anteriores al de salir al mercado. Estos valores se identifican en las tablas como “bolsa-1”.

Para comprobar la evolución de las variables seleccionadas a lo largo de cuatro años de cotización se utiliza la información auditada del balance y de la cuenta de resultados del cierre del año de acceso al mercado y de los tres ejercicios siguientes. Las empresas deben registrar estas cuentas en la web del mercado. El año en el que la empresa accede a cotizar al mercado se identifica en las tablas elaboradas al efecto como “bolsa” y los tres ejercicios siguientes se identifican respectivamente como “bolsa+1” “bolsa+2” y “bolsa+3”.

En cuanto a las muestras utilizadas en el análisis:

En el caso del mercado Alternext la comprobación de la estructura inicial de las empresas se realiza sobre la muestra de 61 empresas que estaban negociando en el mercado francés el 31 de marzo de 2014 y que para acceder a la cotización utilizaron el método de realizar una Oferta Pública de Venta de Acciones. Las características de estas empresas son que todas ellas se negocian en la plaza de negociación de Alternext París, tienen su sede social en Francia y presentan la información contable conforme a los principios contables franceses. En la exposición se puede utilizar indistintamente el nombre de Alternext y Alternext París pero siempre se referirá este nombre a la plaza de negociación francesa.

En el análisis de la evolución de las variables seleccionadas, tras permanecer las empresas cotizando en el mercado cuatro años, la muestra de 61 empresas se reduce a 59 empresas; no se consideran en la muestra la empresa Geci Aviation porque se liquida en junio 2014 y la empresa Crossjet que accede a cotizar en febrero del 2014 y por lo tanto no tiene trayectoria histórica. Esta reducción de la muestra hace que los valores medios de las variables del año bolsa-1 reflejados en las tablas 31 y 36 sufran algunas variaciones, es el caso de las ventas de la tabla 36 que se incrementan en relación al valor reflejado en la Tabla 31.

En el caso español, tanto la estructura inicial de las empresas como la evolución de las variables seleccionadas durante un periodo de cuatro años en el mercado se utiliza la muestra de 15 empresas que realizaron una OPV y que estaban negociando en el mercado español el 31 de marzo de 2014. En esta fecha las empresas que estaban cotizando en el MAB-EE eran 21 empresas pero no se consideran en la muestra: tres empresas que se registran en el mercado y no realizan una OPV (Eurona Wireless Telecom S.A., Eurospes S.A. y Inkemia IUCT Group), las empresas Let's Gowex y Bodaclick que dejan de cotizar por entrar en concurso de acreedores y la empresa bulgara Ebioss que accede a cotizar el 5-7-2013 y, por lo tanto, no dispone de información histórica. Todas

las empresas consideradas en la muestra tienen su sede social en España y presentan la información contable conforme los principios y normas contables generalmente aceptados en la normativa española.

5.1.2 Mercado Alternext: Estructura de las empresas en el momento de salir a cotizar

En la Tabla 31 se presenta la información estadística de las principales variables de las empresas vivas en el mercado francés Alternext a finales de marzo de 2014. Esta Tabla se divide en tres partes: en primer lugar se reflejan las variables financieras, en segundo lugar los datos se refieren a la edad y al empleo y en tercer lugar se incluyen los ratios de crecimiento. Las variables financieras se expresan en millones de euros, la deuda es la suma de la deuda a menos de un año y la deuda a más de un año. En 5 empresas los recursos propios son negativos, si se detraen esas cinco empresas los ratios de deuda/recursos propios y de apalancamiento financiero tienen menor volatilidad, su desviación típica es menor, pero el cambio en el valor mediano es insignificante por lo que se mantienen en el análisis. El apalancamiento financiero se refiere a la deuda dividida por la deuda más los recursos propios. El capex es la variación en el activo fijo más las amortizaciones. El BAI es el resultado de explotación de las compañías, resultado antes de restar los intereses e impuestos. La edad son los años transcurridos desde el inicio real de la actividad hasta la fecha de acceso al mercado. El dato de empleo se refiere al valor medio de empleo siempre que esta información se facilita en el folleto. En aquellas compañías que solo informan de la plantilla al cierre del ejercicio se toma este dato. Los tipos de crecimiento se calculan con la información de los dos años anteriores al de acceso al mercado.

Como se observa la dispersión de los datos es muy alta. Por esta razón en el análisis de la estructura de las compañías de la muestra antes de salir a cotizar se utiliza el valor mediano. También, Botazzi y Da Rin (2002) encuentran gran dispersión en los datos y utilizan el estadístico mediana en su análisis.

Los datos confirman de nuevo que las compañías francesas en el momento de salir al mercado Alternext son pequeñas. Los valores medianos de las ventas y del activo: 7,77 y 7,07 millones de euros respectivamente y el valor mediano del empleo: 46 empleados encuadran a las compañías en el tramo pequeño. En el capítulo 3 de este estudio también se comprobó que las empresas de este mercado por capitalización bursátil se enmarcaban en los tramos más pequeños.

Con relación a las exportaciones, el 64% de las empresas de la muestra (39 empresas) informan que venden al exterior y el volumen de ventas al exterior respecto al total ventas de estas empresas alcanza un valor mediano del 25%. Una de las razones dadas, por el 89% de las compañías, para salir al mercado a cotizar es precisamente la de impulsar el crecimiento tanto interno como externo.

Botazzi y Da Rin (2002) señalan que una medida innovadora puede ser la actitud agresiva de comercialización de los productos y que se puede esperar que las empresas busquen nuevos mercados para colocar sus productos más allá de su mercado local.

El dato de la edad nos muestra que las compañías son jóvenes, valor mediano de 11 años, pero no son empresas recientemente creadas puesto que ya tienen una trayectoria empresarial.

En cuanto a la investigación, la información del inmovilizado inmaterial nos indica que las empresas no realizan una actividad investigadora fuerte. El inmovilizado inmaterial supone un valor mediano del 3,96% del total activo. En la mayoría de las empresas no se ha localizado información concreta de los gastos de I+D y del empleo que destinan a I+D en descripción que incluye sobre su política de investigación en el folleto.

Por lo que respecta a la estructura financiera, la información constata que las empresas de la muestra están altamente endeudadas. La deuda respecto a los recursos propios es el 125%, su ratio de apalancamiento es importante, valor mediano del 59,05%, y su relación con el activo material es alta, valor mediano es 59,22% (valor medio 68%). Además, esta tensión financiera también se refleja en el porcentaje de crecimiento negativo del apalancamiento financiero, respecto al año anterior, cuyo valor mediano es pequeño y negativo, valor mediano -3% (valor medio -11%).

La estructura financiera también informa que a las empresas les cuesta obtener financiación a largo plazo. Solo 33 empresas de las 61 que componen la muestra disponen de recursos financieros en este plazo y, en ellas, su peso sobre la deuda total es del 16% (valor mediano, no incluido en la Tabla).

Para analizar la rentabilidad de los negocios se utiliza el beneficio antes de intereses e impuestos (BAII en inglés EBIT) y se compara con el Activo y con las Ventas; ambos ratios miden la eficiencia de una empresa y cuanto mayor sea su valor mayor es su rentabilidad. En este caso, los valores de ambos ratios son bajos lo que también puede ser indicativo de las dificultades de las compañías para respaldar con un colateral los recursos financieros ajenos para inversiones.

En cuanto a los ratios de crecimiento nos muestran que las empresas, el año anterior a su entrada en el mercado de Alternext, crecían en todas sus variables excepto en el apalancamiento financiero; el valor mediano del crecimiento del activo era del 26,31%, el de las ventas crecía un 22,78%, el crecimiento de las deudas se concentraba en el corto plazo con un 18,56% y el empleo crecía un 8,51%; en cuanto al apalancamiento financiero, como ya se citó, su crecimiento es pequeño y negativo, valor mediano - 2,83% y valor medio -10,39%.

TABLA 31. Alternext: Estructura de las empresas en el momento de salir a cotizar

Muestra de empresas: 61

| Variables Financieras (Mill. de euros) | Media | Desviación típica | Mediana | Mínimo | Máximo | Nº de observaciones |
|---|--------------|--------------------------|----------------|---------------|---------------|----------------------------|
| Ventas | 18,84 | 29,40 | 7,78 | 0,00 | 172,21 | 61 |
| Exportaciones | 10,86 | 28,17 | 2,16 | 0,00 | 168,77 | 39 |
| Exportaciones/Ventas | 37,39% | 33,42% | 25,07% | 0,09% | 98,00% | 39 |
| Activo Total | 13,28 | 14,26 | 7,08 | 0,39 | 77,32 | 61 |
| Activo Material | 11,76 | 12,80 | 6,63 | 0,38 | 67,97 | 61 |
| Activo Inmaterial | 1,34 | 2,25 | 0,41 | 0,00 | 10,37 | 61 |
| % Activo Inmaterial/Activo Total | 10,06% | 10,82% | 3,96% | 0,00% | 44,94% | 61 |
| Deuda | 8,37 | 10,67 | 3,52 | 0,69 | 60,49 | 61 |
| % A corto plazo | 84,77% | 15,11% | 96,86% | 43,73% | 100,08% | 61 |
| % A largo plazo | 20,42% | 15,32% | 16,87% | 1,26% | 56,27% | 33 |
| Recursos Propios | 4,19 | 4,33 | 2,70 | -0,89 | 16,31 | 61 |
| Deuda/Recursos Propios | 307,03% | 840,06% | 125,25% | -1861,78% | 5049,04% | 61 |
| Deuda/Activo Material | 69,89% | 36,64% | 59,22% | 18,92% | 228,77% | 61 |
| Apalancamiento Financiero | 64,86% | 29,20% | 59,05% | 20,44% | 175,70% | 61 |
| Capex | 0,78 | 1,43 | 0,26 | -0,46 | 7,85 | 61 |
| BAII(2) | 0,57 | 2,63 | 0,72 | -10,15 | 5,11 | 61 |
| BAII/Activo medio | -2,27% | 57,81% | 9,84% | -343,58% | 83,73% | 61 |
| BAII/Ventas | -312,49% | 1617,84% | 6,83% | -9798,15% | 40,83% | 61 |
| Variables no financieras | | | | | | |
| Edad | 13,26 | 9,16 | 11,00 | 2,67 | 46,67 | 61 |
| Empleados | 90,25 | 128,96 | 46,00 | 6,00 | 674,00 | 61 |
| Ratios de crecimiento | | | | | | |
| Ventas | 27,29% | 202,63% | 22,78% | -100,00% | 1548,39% | 61 |
| Activo | 19,70% | 223,55% | 26,31% | -35,34% | 1731,41% | 60 |
| Activo Material | 17,47% | 235,96% | 25,44% | -34,66% | 1819,39% | 60 |
| Activo Inmaterial | 22,01% | 703,07% | 9,59% | -100,00% | 5320,00% | 59 |
| Deuda | 19,27% | 248,59% | 18,56% | -66,61% | 1876,22% | 61 |
| A corto plazo | 15,98% | 247,40% | 18,06% | -66,61% | 1876,22% | 61 |
| A largo plazo | -7,71% | 848,32% | 0,00% | -55,17% | 3900,00% | 33 |
| Empleados | 13,62% | 39,25% | 8,51% | -28,57% | 225,00% | 61 |
| Apalancamiento financiero | -10,39% | 87,54% | -2,83% | -66,40% | 619,29% | 61 |

(1) Los valores estadísticos se calculan con la información auditada de las cuentas anuales del ejercicio anterior al de salir a cotizar y los ratios de crecimiento con la información auditada de las cuentas anuales de los dos ejercicios anteriores al de salir a cotizar. Estas cuentas figuran en los folletos o en los documentos de admisión registrados en el mercado

(2) Beneficio antes de intereses e impuestos

Elaboración propia

Fuente: www.euronext.com/alternext

5.1.3 Mercado MAB-EE: Estructura de las empresas en el momento de salir a cotizar

En la Tabla 32 se incluye la estructura inicial de las empresas negociadas en el MAB-EE. Esta Tabla, al igual que en Alternext, se divide en tres partes: en primer lugar se reflejan las variables financieras, en segundo lugar los datos de la edad y del empleo y por último se incluyen los ratios de crecimiento.

Las variables financieras son millones de euros, la deuda es la suma de la deuda a menos de un año y la deuda a más de un año y el apalancamiento financiero se refiere a la deuda dividida por la deuda más los recursos propios. En 2 empresas los recursos propios son negativos, lo que afecta al valor de los ratios deuda/recursos propios y apalancamiento financiero⁶², pero se mantienen en el análisis porque, tanto si se mantienen las dos empresas como si se detraen, los valores informan que las empresas están altamente endeudadas. El capex es la variación del activo fijo más las amortizaciones. El BAI se refiere al resultado de la compañía antes de restar los intereses y los impuestos. La edad son años transcurridos desde el inicio real de la actividad hasta la fecha de acceso al mercado. El dato de empleo se refiere al valor medio de empleo siempre que figure en el folleto. En aquellas compañías que solo informan de la plantilla al cierre del ejercicio se toma este dato. Los tipos de crecimiento se calculan con la información de los dos años anteriores al de acceso al mercado.

También en el mercado español, los valores de las variables de las empresas muestran una gran dispersión por lo que en el análisis se consideran los valores medianos.

Según muestran los datos, por el valor mediano de las ventas, 6,64 millones de euros, las empresas del MAB-EE cuando acceden al mercado, son empresas pequeñas. Sin embargo, los valores medianos del activo y del empleo: 11,8 millones de euros y 52 empleados, las catalogan como empresas de tamaño mediano.

Estos datos, en comparación con sus correspondientes en las empresas francesas, nos informan que mientras por el valor del activo y del empleo las empresas españolas son empresas mayores a las francesas no es así según el valor mediano de sus ventas. Las ventas españolas, el año anterior a salir a cotizar, son aproximadamente un 15% menores a las ventas de las empresas francesas (6,64 millones de euros frente 7,78 millones de euros), mientras que, el valor de su activo y de su empleo son un 40% y un 11% respectivamente mayores (activo: 11,80 millones de euros frente a 7,08 millones de euros; empleo: 52 empleados frente a 46 empleados).

Para comprobar si la diferencia en el valor de las ventas se debe a la recesión económica a nivel internacional en la que el 100% de las empresas del MAB-EE desarrollan su actividad, se analizan

⁶² Detrayendo estas empresas del cálculo de ambos ratios el ratio Deuda /Recursos Propios subiría 37 puntos hasta 180,39% y el apalancamiento financiero bajaría 7 puntos hasta 64,34%.

los negocios de 15 empresas francesas que salen a cotizar partir del año 2009. En esta muestra las ventas alcanzan un valor mediano de 5,6 millones de euros que es inferior al de la muestra total francesa y más cercano al de las empresas españolas.

En cuanto a la edad, el dato español nos muestra que las compañías son un poco más jóvenes que las francesas (valor mediano de 9 años frente a 11 años) pero tampoco son empresas recientemente creadas, ya tienen una trayectoria empresarial.

Con relación a las exportaciones, el 27% de los negocios (5 empresas) informan que venden al exterior y el volumen de las exportaciones de estas cinco empresas respecto a su volumen total de ventas es del 45,6%. En comparación con el mercado francés, el porcentaje de empresas españolas exportadoras es menor al porcentaje de las empresas francesas (27% frente al 39%) pero su volumen de exportaciones es mayor al volumen de exportaciones francés (45,6% frente al 25,07%).

También las empresas españolas están altamente endeudadas. El valor absoluto de la deuda es más del doble del valor absoluto de los recursos propios, su ratio de apalancamiento es importante, valor mediano del 71,56% y su relación con el activo material también es alta, valor mediano es 87,74 % (valor medio 92,13%). Esta tensión financiera también se refleja en el porcentaje de crecimiento negativo del apalancamiento financiero, valor mediano -4,41%.

La estructura financiera de la deuda muestra que las empresas españolas están más endeudadas que las francesas pero que les cuesta menos obtener financiación a largo plazo. Todas las empresas de la muestra disponen de recursos financieros en este tramo y su peso sobre la deuda total es solo 7 puntos inferior al peso de la financiación a corto. Una característica de la deuda española, que también la diferencia de la estructura de la deuda francesa, es el peso importante, tanto a corto como a largo, de la deuda bancaria sobre la deuda total.

La rentabilidad de los negocios españoles es baja y menor a la de los negocios franceses. El valor del ratio BAI/Activo medio es del 1,67% frente al valor francés del 9,84% y el valor del ratio BAI/Ventas es del 3,17 frente al valor del 6,83%.

Respecto al crecimiento, por un lado las ventas, el activo y el empleo de las empresas españolas crecen a unos valores menores a los del mercado Alternext y por otro las deudas crecen a un ritmo mayor. Así, las ventas españolas crecen un valor mediano del 16,25% frente al 22,78% de las francesas; el valor mediano del crecimiento del activo es el 21,74% frente al 23,96% francés y el valor mediano del empleo español es del 4,24% frente al 9% francés. En cuanto a las deudas, su valor mediano de crecimiento es el 23,54% frente al 18,56% francés. En cuanto a la estructura de la deuda

las deudas españolas crecen más en el tramo a largo plazo mientras que el crecimiento de la deuda francesa se concentra en el corto plazo.

TABLA 32. MAB-EE: Estructura de las empresas en el momento de salir a cotizar

| Muestra de empresas: 15 | | | | | | |
|--|---------|-------------------|---------|-----------|----------|---------------------|
| Variables Financieras (Mill. de euros) | Media | Desviación típica | Mediana | Mínimo | Máximo | Nº de observaciones |
| Ventas | 16,10 | 22,85 | 6,64 | 0,29 | 85,68 | 15 |
| Exportaciones | 2,93 | 13,82 | 3,03 | 0,37 | 33,27 | 5 |
| Exportaciones/Ventas | 12,96% | 21,06% | 45,60% | 3,60% | 59,34% | 5 |
| Activo Total | 18,12 | 18,57 | 11,80 | 2,78 | 62,59 | 15 |
| Activo Material | 13,85 | 14,10 | 8,91 | 1,86 | 51,55 | 15 |
| Activo Inmaterial | 4,28 | 5,82 | 2,33 | 0,01 | 22,35 | 15 |
| % Activo Inmaterial/Activo Total | 21,79% | 16,94% | 22,44% | 0,06% | 54,23% | 15 |
| Deuda | 11,90 | 12,02 | 7,86 | 1,46 | 45,23 | 15 |
| % A corto plazo | 54,35% | 20,28% | 56,71% | 12,02% | 94,85% | 15 |
| % A largo plazo | 45,65% | 20,28% | 43,29% | 5,15% | 87,98% | 15 |
| % deuda bancaria | 45,73% | 22,16% | 41,76% | 8,34% | 76,86% | 15 |
| Recursos Propios | 6,06 | 7,83 | 3,12 | -0,74 | 29,70 | 15 |
| Deuda/Recursos Propios | 47,44% | 966,44% | 143,52% | -2509,93% | 2069,71% | 15 |
| Deuda/Activo Material | 92,13% | 30,70% | 87,74% | 32,13% | 166,94% | 15 |
| Apalancamiento Financiero | 70,64% | 20,95% | 71,56% | 32,10% | 107,98% | 15 |
| Capex | 2,54 | 3,82 | 1,02 | -0,28 | 12,07 | 15 |
| BAlI(2) | 0,73 | 1,09 | 0,37 | -0,43 | 2,71 | 15 |
| BAlI/Activo medio | 5,68% | 9,25% | 1,67% | -4,34% | 25,08% | 15 |
| BAlI/Ventas | -4,55% | 24,33% | 3,17% | -82,25% | 22,98% | 15 |
| Variables no financieras | | | | | | |
| Edad | 14,38 | 18,06 | 9,17 | 3,50 | 78,00 | 15 |
| Empleados | 150,00 | 198,14 | 52,00 | 10,00 | 728,00 | 15 |
| Ratios de crecimiento | | | | | | |
| Ventas | 37,46% | 55,26% | 16,25% | -36,43% | 153,94% | 15 |
| Activo | 67,07% | 120,23% | 21,74% | -27,11% | 377,08% | 15 |
| Activo Material | 56,33% | 99,17% | 18,53% | -27,08% | 357,32% | 15 |
| Activo Inmaterial | 392,25% | 819,19% | 113,64% | -47,92% | 3187,32% | 15 |
| Deuda | 39,77% | 50,83% | 23,54% | -14,37% | 167,30% | 15 |
| A corto plazo | 42,07% | 65,45% | 19,56% | -0,48% | 254,84% | 15 |
| A largo plazo | 65,25% | 102,84% | 30,78% | -36,06% | 331,65% | 15 |
| Empleados | 21,87% | 68,97% | 4,24% | -32,81% | 262,07% | 15 |
| Apalancamiento financiero | -3,02% | 24,73% | -4,41% | -59,00% | 49,72% | 15 |

(1) Los valores estadísticos se calculan con la información auditada de las cuentas anuales del ejercicio anterior al de salir a cotizar y los ratios de crecimiento con la información auditada de las cuentas anuales de los dos ejercicios anteriores al de salir a cotizar. Estas cuentas figuran en los folletos o en los documentos de admisión registrados en el mercado

(2) Beneficio antes de intereses e impuestos

Elaboración propia

Fuente: www.bolsasymercados.es/mab

En resumen, el análisis de esta sección muestra que las empresas de ambos mercados son empresas jóvenes aunque no son empresas de nueva creación. Su edad se acerca a la informada para los mercados europeos de pequeña capitalización “Euro NMs” por Botazzi y Da Rin (2002)⁶³, Goergen, Khurshed, McCahery y Renneboog (2003)⁶⁴, Giudici y Roosenboom(2004)⁶⁵ y Goergen, Khurshed y Renneboog (2006)⁶⁶. En comparación con las empresas que salen a cotizar a los mercados de valores de US, la edad de las empresas franco españolas es superior a la informada en Ritter (1991) de 6 años y en Gompers (1996) y Mikkelsen, Partch y Shah (1997) de 5 años.

Con relación al tamaño, las empresas españolas, tanto por su valor del activo como por su cifra de empleo, cuando acceden al MAB-EE, son más grandes que las empresas francesas y están más apalancadas. La cifra de ventas es menor pero hay que tener en cuenta la influencia de la coyuntura económica más difícil del momento en el que las empresas españolas salen al mercado. Mientras que, el 76% de las empresas francesas salen a cotizar antes del 2008, ejercicio a partir del cual se inicia una recesión económica a nivel internacional, el 100% de las españolas salen a cotizar a partir de ese año. La influencia de esta difícil coyuntura económica se constata cuando se analiza la muestra de 15 empresas francesas que acceden al mercado a partir del año 2008 conjuntamente con la muestra de empresas españolas. En este caso la cifra de ventas se acerca en ambos mercados.

En cuanto a las exportaciones, en los dos mercados algunas empresas ya tienen un mercado exterior para sus productos y en ninguno la actividad investigadora es fuerte.

Por lo que respecta a la situación financiera, todas las empresas tienen su capacidad de crédito al límite pero la situación es más difícil en las empresas españolas que en las empresas francesas. En lo tocante a la estructura de la deuda también hay diferencias destacables. En primer lugar, a las empresas francesas parece que les cuesta más captar financiación a largo plazo de lo que les cuesta a las empresas españolas; el peso de la deuda a largo francesa se sitúa en el 16,87% mientras que en el mercado español alcanza el 43,29% del total deudas. En segundo lugar, en las empresas españolas es relevante el peso de la deuda bancaria sobre la deuda total tanto a corto como a largo mientras que en las francesas su importancia es menor.

⁶³ Botazzi y Da Rin (2002) encuentran un valor mediano de edad en el francés Nouveau Marché de 7 años; en el alemán Neuer Markt de 9 años y en el italiano el Nuovo Mercato de 13 años

⁶⁴ Goergen, Khurshed, McCahery y Renneboog (2003) informan de un valor medio en el francés Nouveau Marché de 8,9 años, en el alemán Neuer Markt de 7,7 años, en el holandés NMAX de 9,9 años y en el belga Euro NM de 12,6 años.

⁶⁵ Giudici y Roosenboom(2004) informan de una edad media de 11,9 años para el alemán Neuer, el francés Nouveau Marché y el italiano Nuovo Mercato.

⁶⁶ Goergen, Khurshed and Renneboog (2006) informan una edad promedio en el Neuer Markt de 13 años y en el Nouveau Marché de 11 años

En los dos mercados las ventas, el activo y el empleo tienen tasas de crecimiento altas y su rentabilidad es baja. Esta imagen es el reflejo de que las empresas necesitan dinero para crecer pero que se enfrentan a restricciones del crédito. Precisamente captar financiación en el mercado para financiar la aceleración del crecimiento es la razón, por la que deciden salir a cotizar, citada por el 89% de las empresas francesas y el 100% de las españolas.

Con el análisis anterior se han expuesto las principales diferencias de las empresas franco españolas en el momento de salir al mercado. En la siguiente sección se comprueba que variables son determinantes en la captación de capital en el mercado y para finalizar el capítulo se examina el impacto que, sobre la estructura inicial de las compañías, tienen los recursos captados y la permanencia en el mercado durante un periodo de cuatro años cotizando.

5.2 Variables determinantes en la captación de financiación en los mercados franco españoles

Las empresas cuando deciden salir a cotizar a un mercado de valores tienen el mismo objetivo, captar financiación para crecer. Esta financiación, Botazzi y Da Rin (2002) demostraron que es una variable estadísticamente significativa en el crecimiento de dos variables corporativas fundamentales, como son las ventas y el activo. Teniendo en cuenta que la estructura inicial de las compañías franco-españolas, en el momento de salir a cotizar, no es la misma, siguiendo la línea de investigación de Botazzi y Da Rin (2002), el análisis que se realiza en esta sección, tiene como objetivo principal comprobar que variables empresariales son determinantes en la captación de capital en Alternext y en el MAB-EE.

Para ello, en primer lugar se expone una serie de trabajos de investigación que relacionan variables empresariales con la captación de financiación en el mercado de valores, luego se describe la metodología utilizada en la elaboración del modelo de predicción de captación de capital, se sigue con la selección de la muestra y de las variables y por último se comentan los resultados obtenidos.

5.2.1 Revisión de la literatura

En el mercado de OPVs la asimetría de información, que existe entre los emisores, la entidad aseguradora que dirige la operación y los inversores, origina gran incertidumbre a la hora de valorar la emisión. Por un lado, las compañías emisoras es probable que estén mejor informadas sobre la situación de su negocio que los inversores y que la propia entidad aseguradora de la OPV, pero por otro, también puede ocurrir que los inversores estén mejor informados que el propio emisor sobre determinados factores externos que afectan a la emisora. Por ejemplo, pueden tener mayor información sobre sus competidores o sobre ciertas características de la compañía emisora que la propia compañía no puede conocer de forma tan clara, así los inversores pueden tener mejor

información sobre la calidad de su equipo directivo. Por estas diferencias de información es difícil fijar el precio final de venta de las acciones en una oferta pública inicial y ni la compañía ni su banco de inversión pueden conocer con exactitud como las valorará el mercado. Ritter (1987) escribe que solo unas pocas semanas antes de la oferta la empresa tiene una gran incertidumbre sobre el dinero que al final obtendrá en la operación.

Numerosas variables influyen en el nivel de asimetría de información de una OPV, entre ellas están la edad y el tamaño. La edad se ha señalado en la literatura como uno de los factores que ayuda a mitigar ese problema. En general, el mayor número de años desde la creación de la empresa es indicativo de una mayor consolidación del negocio y de un mejor conocimiento por parte de los inversores de la situación de la compañía. El tamaño es otra variable que puede ayudar a mitigar los problemas de asimetría de información. Las empresas grandes presentan un menor riesgo empresarial porque suelen tener sus negocios más diversificados, los inversores suelen conocer mejor a sus propietarios y gestores y su información contable y financiera es más extensa y está mejor elaborada y presentada. Esta mejor información supone que los costes de control de los inversores sean menores, Sanchez-Vidal y Martín-Ugedo (2008).

Por lo tanto, las características de la compañía, por un lado, serán determinantes de la posibilidad o no de salir al mercado a cotizar y por otro una vez presente en el mercado también serán determinantes de la cantidad de dinero que el emisor obtendrá con la operación. Los negocios más jóvenes y pequeños se caracterizan por tener más riesgo y los inversores exigirán un mayor descuento en el precio de venta, que les compense por el mayor riesgo que supone invertir en ellos. Este mayor descuento exigido por los inversores junto con otra serie de costes fijos que la empresa debe pagar por salir a cotizar representan unas cargas financieras que solo pueden ser asumidas por las empresas a partir de un determinado tamaño.

Con relación al descuento exigido por los inversores Beatty y Ritter (1986) demuestran empíricamente que hay una relación monótona positiva entre la infravaloración esperada de una OPV y la incertidumbre de los inversores sobre su valor. Otros estudios muestran que la incertidumbre de la valoración de una emisión es mayor en las compañías más jóvenes y pequeñas porque tienen mayor riesgo.

Este es el caso de Ritter (1984), Ritter (1991) y Megginson y Weiss (1991) que constatan que la incertidumbre es un obstáculo más serio en el registro de las jóvenes y pequeñas compañías con pocos años de negocio y baja visibilidad que para las compañías grandes y antiguas. Al vender sus acciones en los mercados públicos las compañías pequeñas incurren en grandes costes de selección adversa debido a que no son conocidas por la comunidad inversora.

También, Pagano Panetta y Zingales (1998) constatan que la probabilidad de salir a cotizar es creciente con el tamaño de la compañía. Ahora bien, estos autores no solo comprueban que el tamaño actúa como una medida de la reputación del emisor, sino que también comprueban que las compañías pequeñas, que son filiales de empresas ya cotizadas, explotan la reputación de su compañía matriz y muestran una infravaloración menor. La explicación usual de la importancia del tamaño es que los costes fijos de salir a cotizar solo pueden ser rescatados por las empresas a partir de un cierto nivel. Sin embargo, estos autores comprueban que en las empresas filiales de sociedades ya cotizadas el tamaño no es determinante a la hora de salir a cotizar, ya que determinados costes fijos ya han sido asumidos por la sociedad matriz cotizada; por ejemplo: los costes generales de certificaciones, gastos contables, gastos de la mayor visibilidad, impuestos y autorizaciones legales. Así, mientras que las compañías pequeñas y jóvenes son desconocidas por los inversores y tienen una infravaloración alta, las compañías pequeñas que son filiales de empresas ya cotizadas explotan la reputación de su compañía matriz y muestran una infravaloración menor.

Los resultados obtenidos por Pagano, Panetta y Zingales (1998) coinciden con Michaely y Shaw (1995) para EEUU. Estos autores constatan que las compañías cotizadas sacan al mercado a sus filiales más rentables y al margen de su tamaño cuando las industrias a las que pertenecen se negocian con un premio respecto a su valor contable.

Otra variable que debe considerar el empresario cuando adopta la decisión de acudir al mercado de valores a captar financiación es el crecimiento de las ventas. A este respecto, Audretsch (1995) comprueba la importancia que tienen las ventas en la supervivencia de una compañía. Utilizando una muestra de 11.000 empresas de EEUU comprueba que en las industrias muy innovadoras aquellas compañías nuevas e innovadoras que consiguen adaptarse y ofrecer un producto aparentemente viable experimentan tipos de crecimientos más altos y una probabilidad mayor de supervivencia. Sin embargo, las nuevas compañías que no pueden ajustarse y producir un producto viable se enfrentan a una probabilidad de supervivencia más baja en entornos altamente innovadores. Por su parte, Pagano, Panetta y Zingales (1998) comprueban que las OPVs engloban a empresas con altas tasas de crecimiento de las ventas siendo esta variable estadísticamente significativa al nivel del 10%.

Otros estudios muestran que la asimetría de información, también, es determinante en la evolución de la estructura financiera de las compañías. Así, Berger y Udell (1998) explican que las empresas, debido a la asimetría informativa, siguen un ciclo de vida de crecimiento financiero distinto y recurrirán a distintas fuentes de financiación en función de su edad y de su tamaño. En los primeros años del ciclo de vida de una empresa la opacidad informativa es más alta, los inversores tienen dificultades para conocer su negocio, por lo que una inversión en los negocios más jóvenes y

pequeños conlleva más riesgo. En estos negocios pequeños las necesidades y opciones financieras cambian conforme crece el negocio, ganan experiencia y se vuelven menos opacos informativamente. A medida que la compañía crece su acceso a la financiación se incrementa tanto por el lado del capital como por el lado de la deuda.

En este mismo sentido, “Bolsas y Mercados Españoles (2000) explican el ciclo de vida de la empresa identificándolo con el ciclo de vida de un producto⁶⁷ en el que se diferencian cuatro etapas: la fase de lanzamiento, la fase de expansión, la fase de maduración y la fase de declive. En la etapa de lanzamiento de una empresa, las necesidades financieras son muy elevadas, su riesgo es muy alto y su rentabilidad es negativa. En la etapa de expansión, la empresa suele tener beneficios elevados y se reduce el riesgo lo que facilita el acceso a los canales de captación de deuda. En esta etapa las empresas suelen buscar expandirse a otros mercados y desarrollar nuevos productos con el objetivo de fortalecer su negocio y mejorar su rentabilidad. Para facilitar la expansión la empresa tendrá que realizar inversiones adicionales en activos fijos, es posible que también necesite ayuda financiera para gastos adicionales en I+D y para comprar maquinaria y equipos extra. Además, el incremento de la producción puede conducir a una necesidad adicional de capital circulante, especialmente si el negocio se ve forzado a conceder crédito adicional para competir en los diferentes mercados.

En la fase de maduración se reducen tanto la rentabilidad como el riesgo. Por un lado, los costes unitarios han llegado a mínimos y, por el otro, los precios deben reducirse de forma considerable para lograr mantener la competitividad en un mercado con síntomas de saturación. Además, al operar la empresa en un mercado sobradamente conocido, su capacidad de endeudamiento es sustancial y esto le permite hacer frente a las reducidas necesidades financieras de la tercera fase. En esta etapa, la empresa puede optar por consolidar su posición en el mercado o puede considerar una expansión adicional mediante el desarrollo de nuevos productos y/o mercados.

En la fase de declive, la ausencia de necesidades financieras permite que los fondos generados internamente se puedan destinar a cancelar deuda, así como, al pago de dividendos adicionales, incluso cuando el beneficio no sea suficiente para ello.

⁶⁷ El esquema de financiación de la empresa basado en el ciclo de vida del producto parte del supuesto de que las fuentes convencionales de financiación están disponibles en los mercados financieros siempre que la empresa necesite captar financiación. En una primera clasificación estas fuentes convencionales pueden ser internas, beneficios retenidos y amortizaciones o externas, prestamistas o financiación intermediada o de los inversores quienes canalizan sus ahorros hacia la empresa mediante compras en los mercados de capitales. Estas imperfecciones se manifiestan con especial crudeza en las empresas emergentes que se enfrentan con una considerable desventaja en los mercados financieros. Los préstamos se conceden en términos muy onerosos y con mayores exigencias de garantías reales que las citadas empresas difícilmente pueden aportar pues los activos con los que cuentan tienen un alto componente inmaterial. Respecto a los mercados de valores las dificultades son enormes debido por un lado por sus exigencias y por otro por el alto riesgo implícito en esas empresas que por otro lado es difícil de evaluar dado el componente innovador de las mismas. Como consecuencia de todo ello queda casi como únicos recursos financieros para empresas emergentes y de reducida dimensión la aportación de fondos por el empresario, la reinversión de beneficio y el crédito de proveedores.

Bolsas y Mercados españoles (2000) manifiesta que lógicamente el ciclo de vida de una empresa es más complejo que el ciclo de vida de un producto, ya que a lo largo del tiempo una empresa puede desarrollar muchos productos con mayor o menor grado de éxito y con diferentes perfiles en cuanto a sus ciclos vitales. La combinación de todos ellos configura el ciclo vital de la empresa en conjunto. La empresa planificará el lanzamiento de los productos de forma que la maduración y declive de unos financien el lanzamiento y expansión de otros y así minimizar su dependencia de las fuentes financieras externas.

En cuanto a la mayor probabilidad de realizar una OPV, Pagano Panetta y Zingales (1998) y concluyen que la probabilidad de salir a cotizar es más alta en las compañías más endeudadas aunque su efecto no es estadísticamente significativo. Por su parte Botazzi y Da Rin (2002) encuentran que las compañías con un apalancamiento alto captan capital en el mercado pero que esta variable no es estadísticamente significativa.

La importancia fundamental de la rentabilidad en la financiación de las pequeñas y medianas compañías ha sido otro campo recurrente en los estudios de los investigadores. Myers y Majluf (1984) exponen que las empresas prefieren las fuentes de financiación interna cuya disponibilidad es creciente a través de la acumulación de beneficios. Esta teoría de la jerarquización de los recursos financieros la confirman Sanchez-Vidal y Martín-Ugedo (2008) en una amplia muestra de empresas españolas. En su estudio comprueban que el riesgo de las empresas disminuye con la edad y con el tamaño y que la presencia de fondos propios en su estructura financiera crece con la edad por el fuerte incremento de los beneficios retenidos.

Por su parte, Mac y Bhaird (2010) comprueban en una muestra de US que, a medida que crece la edad de la empresa, los beneficios retenidos se vuelven proporcionalmente más importantes en la financiación.

Asimismo, Pagano, Panetta y Zingales (1998) constatan en una muestra de empresas italianas que las OPVs engloban compañías con altas tasas de rentabilidad y que la rentabilidad tiene un efecto positivo sobre la probabilidad de salir a cotizar, al nivel de significancia del 10%.

Otra variable que influirá en la probabilidad de salir a cotizar y en el comportamiento de los inversores en la OPV es el comportamiento vendedor o no de los propietarios iniciales de la compañía. La postura de los principales accionistas en la OPV ha sido el campo de estudio de numerosos trabajos de investigación.

Unos estudios relacionan la evolución de los resultados de la empresa tras realizar la OPV con la participación que mantienen los accionistas iniciales de la compañía después de la OPV. Unos

estudios concluyen que los resultados de una compañía tras la OPV evolucionan mejor si los accionistas iniciales no venden su participación en la OPV. Otros estudios concluyen que la permanencia tras la OPV de los propietarios iniciales de la compañía es una certificación de la calidad del negocio cuya consecuencia es reducir los costes de salir a cotizar e incrementar los recursos netos captados en el mercado. En sentido opuesto están otros estudios que demuestran que precisamente cuando los accionistas iniciales venden parte de sus acciones en la OPV se reduce el coste de la infravaloración de la emisión y como consecuencia los recursos netos captados en el mercado son mayores.

Respecto a la evolución de los resultados después de salir a cotizar, Jain y Kini (1994), en una muestra de 682 OPV realizadas en EEUU desde 1976 a 1988, encuentran que los resultados de las compañías bajan de forma significativa pero el resultado es mejor en las compañías en las que los principales accionistas retienen una mayor proporción de acciones. Por su parte, Mikkelsen, Partch y Shah(1997) no encuentran relación entre la evolución del resultado de las compañías tras salir a cotizar y la participación que mantienen los accionistas después de la OPV.

En cuanto a la permanencia de los principales accionistas después de salir a cotizar, Meggison y Wess (1990) comparan dos muestras de OPVs realizadas entre 1983 y 1987 en EEUU de la misma industria y del mismo tamaño. Una muestra recoge las OPVs que están respaldadas por una sociedad de inversión de capital riesgo y la otra las OPVs que no lo están. Sus resultados son que la presencia de una sociedad de inversión en el capital de una compañía emisora reduce la asimetría de información entre la emisora, los inversores y la entidad aseguradora, y como consecuencia, reduce los dos componentes más importantes de los costes de salir a cotizar: la infravaloración y la compensación del banco asegurador. Además, las OPVs respaldadas por una sociedad de inversión atraen a las entidades aseguradoras y a los auditores de más reputación y un mayor seguimiento de los inversores institucionales. La reducción de los costes totales junto con el mayor interés por parte de los inversores institucionales resultan en una captación mayor de recursos netos en las OPVs respaldadas por una sociedad de capital riesgo. También, constatan que una mayoría de las sociedades de capital riesgo no venden sus participaciones en la oferta lo que indica que no utilizan la OPV como una oportunidad para liquidar sus participaciones y obtener un rendimiento de su inversión.

Sin embargo, estudios posteriores encuentran que encuentran que las emisiones respaldadas por una VC son más pequeñas que las no respaldadas y que su infravaloración es más alta.⁶⁸

Respecto a la venta de acciones en la OPV por parte de los principales accionistas, Habib y Ljungqvist (2001) demuestran que cuantas más acciones venden los accionistas principales en la OPV menor es la infravaloración y que a mayor factor de dilución o incremento de las acciones en circulación por emisión de nuevas acciones menor es el nivel de infravaloración.

Por último, Goergen, Khurshed y Renneboog (2006) comprueban que la infravaloración no se debe al comportamiento vendedor de los accionistas principales sino al riesgo de las emisiones y a las revisiones del precio final de la OPV. Tampoco encuentran que en los EuroNMs la presencia de una sociedad de capital riesgo y su reputación influyan en la valoración de las IPOs.

Panetta, Pagano y Zingales (1998) dicen que, el beneficio de salir a cotizar más citado en los trabajos de investigación de los mercados de valores, probablemente, sea el tener acceso a una fuente de financiación alternativa a la de los bancos. Ahora bien, los estudios han demostrado que el emisor, cuando se plantee la opción de acudir al mercado de valores a captar financiación, debe tener en cuenta múltiples variables, entre ellas: su edad, su tamaño, su estructura financiera, su rentabilidad y el comportamiento en la OPV de los principales accionistas de la compañía.

El objetivo principal de esta sección es comprobar la influencia de cada una de las variables citadas en la captación de recursos en el mercado que es el objetivo último que buscan los empresarios. A continuación se expone la descripción de la metodología utilizada, la muestra seleccionada y la construcción de las variables.

5.2.2 Metodología: Regresión Múltiple (ARM) y ANOVA

El análisis utilizado en esta sección es el análisis de regresión múltiple (ARM), una técnica estadística cuyo propósito es explicar la varianza de una variable denominada dependiente (Y) a través de una o más variables independientes (Xs).

El análisis de la varianza es una técnica estadística utilizada para comparar medias en distintos grupos de medidas. El objetivo del análisis de la varianza consiste en contrastar la significancia

⁶⁸ Francis y Hasan (2001) en una muestra de 843 OPVs realizadas en US entre 1990 y 1993 encuentran que: las emisiones respaldadas por una VC son más pequeñas que las no respaldadas, que su infravaloración es más alta y que el underwriter es de más reputación pero su cuota es más baja.

Lee y Wahal (2004) en una muestra de OPVs realizadas en US entre 1980 y 2000 de las que el 37% están respaldadas por una VC encuentran que: las VCs llevan al mercado a compañías más pequeñas y jóvenes, que las OPVs respaldadas por una VC en comparación con las no respaldadas emplean underwriters de más calidad y su infravaloración es más alta. Franze (2004) investiga las OPVs realizadas en el Neuer Markt alemán respaldadas y no respaldadas por una VC y encuentra que la infravaloración es mayor en las OPVs respaldadas por una VC.

estadística de cada variable independiente a través de una prueba de igualdad de medias. La hipótesis nula de la prueba es la igualdad de medias de las variables entre los grupos. El estadístico de contraste F es un cociente entre dos estimaciones de varianza y para rechazar la hipótesis nula la variabilidad entre los grupos, numerador del cociente, debe ser mucho mayor que la variabilidad dentro de cada grupo, denominador del cociente. Mediante este estadístico se compara para cada variable las desviaciones de las medias de cada uno de los grupos respecto a la media total del conjunto de grupos con las desviaciones de la media dentro de cada grupo (si el nivel de significancia F es menor de 0,05 se rechaza la hipótesis nula). El valor de F debe ser suficientemente alto para rechazar la hipótesis nula.

La técnica estadística de la regresión es una de las más utilizadas en los trabajos de investigación y en concreto en los estudios de investigación de los mercados de valores que se han realizado en distintas etapas, sobre distintos campos de estudio y en distintos países.

5.2.3 Selección de la muestra y construcción de variables

La muestra de 74 empresas que realizaron una OPV al salir a cotizar a Alternext y al MAB-EE se reduce en esta sección a 69 empresas. Se eliminan de la muestra global: una empresa de la que no se ha localizado información de los resultados de su OPV y cuatro empresas de las que no se dispone información de alguna de las variables independientes o su valor se considera atípico “outliers”. La ecuación de regresión es la siguiente:

$$\text{Importe captado en la OPV} = \beta_0 + \beta_1 \text{ Edad} + \beta_2 \text{ Ventas} + \beta_3 \text{ Crecimiento de las Ventas} + \beta_4 \text{ Apalancamiento Financiero} + \beta_5 \text{ ROA} + \beta_6 \text{ Estructura de Accionistas} + \text{Epsilon}$$

La variable dependiente es el dinero captado en la OPV por unidad de activo. Para eliminar el efecto del distinto tamaño de las empresas de la muestra, el importe de dinero captado en la OPV se normaliza con el valor del activo.

Las variables independientes son:

1. Edad es el número de años transcurridos desde la fecha de inicio real de la actividad hasta la fecha de salir a cotizar al mercado.

La edad es un indicador de la madurez de la compañía. En las etapas tempranas de la vida empresarial las necesidades financieras son muy elevadas, su riesgo es muy alto y su rentabilidad es negativa, Bolsas y mercados españoles (2000). Esta variable puede ser determinante en dos sentidos: por un lado el empresario necesita captar financiación para poder crecer en el futuro de lo que se esperaría que las empresas más jóvenes captaran

mayores cantidades de dinero. Sin embargo, estas compañías son poco conocidas por la comunidad inversora y los inversores exigen altos costes de selección adversa que les compense del riesgo que asumen. En este caso, por los altos costes de salir al mercado, el importe captado en el mercado puede ser menor cuanto más joven sea la empresa.

2. Ventas es el valor promedio de la cifra de ventas de los dos años anteriores a salir a cotizar al mercado. En la regresión se utiliza el logaritmo en base 10 a los efectos de controlar las diferencias de tamaño entre las empresas de la muestra.

Las ventas además de informar del tamaño de la compañía actúan como una referencia de reputación del negocio. Al igual que en el caso de la edad esta variable puede ser determinante en dos sentidos opuestos. Por un lado, los recursos netos captados en la OPV pueden ser menores por el alto coste de salir a cotizar que tienen que soportar las empresas más pequeñas pero por el otro, las empresas más pequeñas pueden captar más dinero porque necesiten más recursos financieros para poder seguir creciendo. En el estudio se espera que esta segunda opción sea la que más impulse la captación de dinero en el mercado y que el signo del coeficiente de regresión sea negativo, de forma que las empresas más pequeñas sean las que más dinero capten.

3. Crecimiento de las ventas es el crecimiento de las ventas del año anterior al de salir a cotizar al mercado.

Una de las razones por la que las empresas deciden salir a cotizar es buscar financiación para ampliar el mercado de sus productos. Se espera que el dinamismo del negocio genere expectativas de cobro de dividendos en los inversores e impulse la captación de dinero en el mercado.

4. Apalancamiento financiero es el valor del apalancamiento financiero del año anterior al de salir a cotizar al mercado.

Las compañías tienen su capacidad de crédito al límite y los mercados de valores son una vía nueva para captar la financiación que les permitirá crecer en el futuro. Se espera una relación positiva entre apalancamiento y la captación de recursos propios en el mercado.

5. Rentabilidad es el valor del ratio BAI⁶⁹/Activo del año anterior a realizar la OPV.

⁶⁹ BAI= Beneficio antes de intereses e impuestos

La rentabilidad puede tener dos efectos sobre la captación de dinero. Por un lado, una compañía rentable no necesita recursos externos para crecer por lo que por esta vía se podría pensar que la compañía no saldría a captar dinero en el mercado. Además, otros estudios señalan que las empresas prefieren las fuentes de financiación interna cuya disponibilidad es creciente a través de la acumulación de beneficios retenidos. Teniendo en cuenta estos estudios parece que la rentabilidad tiene una relación negativa con la captación de dinero en el mercado. Sin embargo, una segunda opción es que una compañía con un repunte de rentabilidad puede implicar que los inversores la sobrevaloren pensando que ese repunte sea permanente por lo que esta vía la rentabilidad estaría positivamente relacionada con la captación de dinero en el mercado. En el estudio se espera que una situación sana de los negocios despierte el interés de los inversores en la OPV y que exista una relación positiva entre la rentabilidad y el dinero captado en la OPV.

6. Estructura de accionistas se refiere a la participación de acciones que mantienen los propietarios⁷⁰ y los inversores financieros⁷¹ iniciales en el capital social de la compañía después de salir a cotizar al mercado.

Jain y Kini (1994) encuentran que los resultados de una compañía son mejores si sus principales accionistas antes de la OPV mantienen su participación de acciones tras haber salido a cotizar al mercado. La permanencia de los principales accionistas después de salir a cotizar envía a los inversores un mensaje de confianza en el negocio que puede facilitar la captación de dinero en la OPV. Este comportamiento de los propietarios de la empresa puede demostrar que confían en el éxito futuro de sus negocios y tener un efecto llamada sobre los inversores ante las expectativas de cobrar dividendos. Se espera una relación positiva entre la participación de los propietarios y de los inversores institucionales después de salir a cotizar y el dinero captado en la OPV.

La herramienta utilizada en el cálculo de la regresión es el programa informático SPSS.

El resultado del modelo de regresión multivariante explica el 51,2% de la captación de dinero en el mercado, siendo significativa (0,000) la prueba de ANOVA y excepto los coeficientes estandarizados Beta de la edad y del apalancamiento financiero, los coeficientes Beta del resto de variables también son significativos a nivel estadístico, Tablas 33, 34 y 35.

⁷⁰ Propietarios incluyen las participaciones de los Fundadores y de los Gestores de las compañías: Consejeros/ Directivos

⁷¹ Inversores Financieros en Alternext incluyen las participaciones de personas jurídicas que llevan en su nombre palabras como “Venture”, “Financiere”, “FCPI” “Fonds” y las participaciones de los inversores privados de antes de salir a cotizar. En MAB-EE, las participaciones del “Inversor institucional de referencia” y del resto de los inversores de antes de realizar las OPVs, excepto las de los empleados y las de los Fundadores y Gestores.

TABLA 33. Análisis de Regresión Múltiple: Coeficientes de regresión

| Resumen del modelo^b | | | | | |
|---------------------------------------|-------------------|------------|---------------------|---------------------------------|---------------|
| Modelo | R | R cuadrado | R cuadrado ajustado | Error estándar de la estimación | Durbin-Watson |
| 1 | ,716 ^a | ,512 | ,456 | ,72507 | 1,797 |

a. Predictores: (Constante), edad, ventas, crecimiento de las ventas, apalancamiento financiero, BAI/Activo; participación de los propietarios y de los inversores institucionales tras la OPV

b. Variable dependiente: recursos captados en las OPVs

BAI= Beneficios antes de intereses e impuestos

Uno de los supuestos básicos del modelo de regresión lineal es la independencia entre los residuos y el estadístico de Durbin Watson proporciona información sobre el grado de independencia existente entre ellos. El estadístico oscila entre cero y cuatro y toma el valor 2 cuando los residuos son independientes. Los valores menores a dos indican auto-correlación positiva y los mayores a dos auto-correlación negativa. Se puede asumir independencia de los residuos cuando su valor oscila entre 1,5 y 2,5. En el estudio su valor es de 1,797.

TABLA 34. Análisis de Regresión Múltiple: Prueba ANOVA

| ANOVA ^a | | | | | | |
|--------------------|-----------|----------------------|----|---------------------|-------|-------------------|
| Modelo | | Suma de cuadrados | gl | Media cuadrática | F | Sig. |
| 1 | Regresión | 33,645 | 7 | 4,806 | 9,142 | ,000 ^b |
| | Residuo | 32,070 | 61 | ,526 | | |
| | Total | 65,715 | 68 | | | |

a. Predictores: (Constante), edad, ventas, crecimiento de las ventas, apalancamiento financiero,

BAIL/Activo; participación de los propietarios y de los inversores institucionales tras la OPV

b. Variable dependiente: recursos captados en las OPVs

BAIL= Beneficios antes de intereses e impuestos

El valor de significación ($p=.000$) indica que la probabilidad de que el conjunto de variables independientes (Xs) introducidas en el modelo no sea suficiente para aportar información que explique el valor de (Y) es nula.

TABLA 35. Análisis de Regresión Múltiple: Coeficientes de correlación parcial y significancia estadística

| Coeficientes ^a | | | | | |
|---------------------------|--------------------------------|----------------|-----------------------------|--------|------|
| Modelo | Coeficientes no estandarizados | | Coeficientes estandarizados | t | Sig. |
| | B | Error estándar | Beta | | |
| (Constante) | 3,654 | ,499 | | 7,319 | ,000 |
| edad | -,009 | ,009 | -,103 | -,996 | ,323 |
| lg ventas | -,829 | ,181 | -,518 | -4,579 | ,000 |
| crecimiento de las ventas | ,121 | ,050 | ,234 | 2,432 | ,018 |
| apalancamiento | ,178 | ,387 | ,044 | ,461 | ,647 |
| BAIL/Activo | ,983 | ,444 | ,254 | 2,214 | ,031 |
| propietarios | -2,232 | ,594 | -,604 | -3,758 | ,000 |
| inversor institucional | -2,850 | ,660 | -,699 | -4,320 | ,000 |

a. Predictores: (Constante), edad, ventas, crecimiento de las ventas, apalancamiento financiero,

BAIL/Activo; participación de los propietarios y de los inversores institucionales tras la OPV

b. Variable dependiente: recursos captados en las OPVs

BAIL= Beneficios antes de intereses e impuestos

El signo del coeficiente parcial de la edad es el esperado pero su influencia en la captación de dinero en la muestra de empresas analizadas no es estadísticamente significativa. Este resultado, en cuanto a su signo negativo, es coincidente con el encontrado por Botazzi y Da Rin (2002) pero no, en cuanto a su significancia estadística. En la muestra de empresas estudiadas por ellos la edad también resultó ser un determinante significativo. Quizás el tamaño de la muestra de las empresas franco-españolas puede ser una razón que explique este diferente resultado entre ambos estudios. El universo de estudio conformado por los mercados alternativos franco-españoles es más reducido (69 individuos) que el utilizado por Botazzi y Da Rin(2002) en su estudio(353 individuos).

Las ventas se comportan como se esperaba, su coeficiente es negativo y estadísticamente significativo, de forma que, cuanto menor tamaño tiene la compañía más dinero capta en el mercado. Además, el dinamismo de las ventas de los dos años anteriores a salir a cotizar, también atrae a los inversores a participar en la OPV. El crecimiento de las ventas resulta ser una variable significativa en la captación de financiación, el signo de su coeficiente es positivo y significativo. Este resultado coincide con el encontrado por Botazzi y Da Rin(2002) en el anterior mercado francés Nouveau Marché y en el alemán Neuer Markt y por Pagano, Panetta y Zingales (1998) en la muestra de OPVs realizadas en la Bolsa de Milán.

Con relación al apalancamiento financiero se confirma el argumento de que el mercado de valores es una vía alternativa para captar financiación aunque esta variable no es un determinante estadísticamente significativo. Estos resultados también confirman los encontrados por Botazzi y Da Rin (2002) y Pagano, Panetta y Zingales (1998).

En cuanto a la rentabilidad de la empresa los resultados de la regresión constatan el argumento de que la situación sana de los negocios despierta el interés de los inversores y acuden a comprar en la OPV. El signo del coeficiente de esta variable es positivo y estadísticamente significativo. Estos resultados también coinciden con los encontrados en las OPVs italianas estudiadas por Pagano, Panetta y Zingales (1998).

Por último la permanencia del propietario y de los inversores institucionales en el accionariado de la compañía después de realizar la OPV no resulta ser determinante a la hora de captar dinero en el mercado. El signo del coeficiente de las variables propietario e inversor institucional son negativos y estadísticamente significativos. Este resultado también coincide con Botazzi y Da Rin (2002) en lo referente al signo de los coeficientes pero no en lo referente a su significancia estadística, en su caso solo es significativa la variable propietario. Sin embargo, el resultado obtenido es contrario al encontrado en Meggison y Weiss (1991) para US, en cuanto a que la permanencia de la sociedad de inversión en el accionariado es una certificación de la calidad de la empresa, que reduce el coste de la

infravaloración y, como consecuencia se incrementa el dinero captado en la OPV. A este respecto, Gompers (1996) constata, en una muestra de OPVs de US, que las sociedades de inversión más jóvenes respaldan a las compañías más jóvenes y que sus OPVs están más infravaloradas que las respaldadas por una sociedad de inversión más establecida. Además, la sociedad de inversión joven permanece menos tiempo en el consejo de administración de la compañía y tienen una participación de acciones menor.

Precisamente, Torstila (2001) escribe que las sociedades de inversión europeas probablemente no ejerzan el efecto de certificación de calidad encontrada en US debido a su menor tamaño. Tampoco Goergen, Khurshed y Rennenboog (2006) encuentran que la infravaloración, en el Neuer Markt y en el Nouveau Marché, se deba al comportamiento vendedor de los accionistas, sino que la infravaloración se debe al riesgo de las compañías y al ajuste del precio final de venta de la OPV para compensar a los inversores institucionales por revelar sus intenciones de demanda.

Sin embargo, el resultado de la regresión confirma a Habit y Ljungqvist (2001) en cuanto a que la participación de los accionistas vendiendo sus acciones en la OPV incrementa la participación de los inversores y por ello los recursos captados en el mercado.

En resumen, los resultados del análisis de regresión muestran que en las OPVs realizadas en Alternext y MAB-EE el tamaño, el crecimiento de las ventas y la rentabilidad de los negocios son variables determinantes y significativas en la captación de recursos en el mercado. La edad y el apalancamiento financiero también influyen en la captación de capital, pero su impacto no es significativo. Por último, la permanencia de los principales accionistas de la compañía después de realizar la OPV no resulta ser una variable que influya en la captación de dinero en estos dos mercados.

5.3 Impacto de las OPVs sobre la estructura financiera y empresarial

En la primera sección de este capítulo se ha comprobado la estructura financiera y empresarial de las empresas antes de salir a cotizar a los mercados de Alternext y MAB-EE, en la segunda sección se ha indagado sobre la influencia que tienen, sobre la captación de recursos en el mercado, determinadas variables empresariales y el comportamiento de los principales accionistas en la OPV. Por último, en esta sección se busca evaluar el impacto que tienen, sobre la estructura financiera y empresarial de las compañías, la captación de dinero en las OPVs y la permanencia en el mercado cotizando durante un periodo de cuatro años.

En el análisis se empieza con la descripción de la metodología, se continúa con: la evolución de las principales variables de balance y de la cuenta de resultados de las empresas cotizadas en el mercado

Alternext y MAB-EE y se finaliza con el análisis de la significancia estadística del impacto del mercado sobre la estructura financiera y empresarial.

5.3.1 Metodología

La información estadística del efecto del mercado sobre la estructura financiera y empresarial de las empresas negociadas en Alternext y MAB-EE se refleja en las Tablas 36 y 37 respectivamente. Las variables financieras y la estructura de estas tablas son iguales a las variables y a la estructura de las tablas 31 y 32, incluidas en la sección 5.1 de este capítulo, y que contienen la información de la estructura las empresas antes de salir a cotizar. La dispersión de los datos también es alta, por lo que, al igual que en la sección anterior, se utiliza el valor del estadístico mediana.

En este caso, las tablas se dividen en dos partes: la primera contiene las variables financieras expresadas en millones de euros junto con el número de empleados y en la segunda se reflejan los ratios de crecimiento de las distintas variables a lo largo de un periodo de cuatro años de presencia en el mercado. Los títulos de las columnas se corresponden: “bolsa-1” con el año anterior al de acceder a cotizar; “bolsa” con el año en el que la empresa sale a cotizar y “bolsa+1”, “bolsa+2”, “bolsa+3” con cada uno de los tres años de cotización siguientes al de acceso al mercado.

Los datos de la primera parte de las tablas se extraen de las cuentas anuales auditadas que las empresas registran en el mercado. A este respecto, de todas las empresas de la muestra, excepto las registradas en los años 2012 y 2013, se dispone de los datos de seis años: dos anteriores a la salida al mercado, el año de salida y tres años después de salir. Las empresas registradas en el 2012 son: cuatro francesas y cuatro españolas, y de ellas se dispone de la información de cinco años; en cuanto a la empresa registrada en el año 2013, que es una empresa francesa, se dispone de la información de cuatro años.

En la segunda parte de la tabla además se incluye el crecimiento inter-anual desde el año de acceso al mercado “Bolsa” hasta el año “Bolsa+3” y también se compara la situación de las empresas después de permanecer cuatro años cotizando con la situación que tenían el año anterior a salir a cotizar “Bolsa+3/Bolsa-1”.

5.3.2 Alternext: Impacto del mercado sobre la estructura financiera y empresarial

La muestra sobre la que se comprueba el efecto del mercado sobre el desarrollo empresarial se reduce a 59 empresas; no se consideran en la muestra la empresa Geci Aviation que se liquida en junio 2014 y la empresa Crossjet por no tener trayectoria histórica, ya que accede a cotizar en febrero del 2014. Esta reducción de la muestra hace que los valores medianos de las variables del año bolsa-1

reflejados en las tablas 36 y 38 sufran algunas variaciones, es el caso del valor de las ventas que, en ambas tablas, se incrementa en relación al valor reflejado en la Tabla 31.

Los datos nos indican que, excepto las variables de rentabilidad, el resto experimentan altas tasas de crecimiento. Las ventas crecen de forma paulatina y el cuarto año de presencia en el mercado son más del doble de la cifra de ventas del año anterior al de salir a cotizar. La cifra de negocios crece un 92,15% hasta alcanzar los 17,01 millones de euros. Las exportaciones prácticamente se han multiplicado por tres y crece su importancia relativa respecto al total ventas; sin embargo, el mayor peso de las ventas al exterior proviene del incremento del volumen de las exportaciones de aquellas empresas que ya tenían un mercado exterior antes de salir a cotizar y no del incremento del número de empresas que exportan. El número de empresas que exportan oscila a lo largo de los cuatro años y pasa de ser 39 empresas, las que exportan el año previo a cotizar, a ser 41 empresas las que venden al exterior el cuarto año de presencia en el mercado. Entre las razones dadas por las empresas francesas para salir a cotizar, el 89% manifiestan que buscan financiación para acelerar el crecimiento y de estas el 72% (38 empresas) son las que especifican que, además de crecer internamente, desean impulsar el crecimiento externo, incrementando la base de clientes en el exterior y buscando nuevos mercados para sus productos.

El activo total se multiplica por tres y medio y pasa de los 7,08 millones de euros el año anterior a cotizar a alcanzar los 26,57 millones de euros el cuarto año de presencia en el mercado, su crecimiento ha sido del 275,43%. La importancia relativa del inmovilizado inmaterial respecto al total activo crece de forma constante pasando de ser un 3,39% antes de salir al mercado a ser el 14,52%. En las notas anexas al balance y cuenta de resultados en el apartado de “Hechos característicos del ejercicio” las empresas describen la realización de operaciones corporativas como: creación de filiales, fusiones por absorción y adquisición de participaciones en otras empresas. Los Fondos de Comercio generados con estas operaciones se registran en el inmovilizado inmaterial.

El empleo crece un 104,35% pasando de los 46 empleados a tener una plantilla de 94 empleados.

Como consecuencia del crecimiento experimentado por las cifras de ventas, activo y empleo, el cuarto año de presencia en el mercado las empresas dejan de ser empresas pequeñas y alcanzan el tamaño mediano.

TABLA 36. Alternext: Impacto del mercado sobre la estructura financiera y empresarial

| Muestra de empresas: 59 francesas(1) Valor estadístico: Mediana | | | | | | |
|--|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------------|
| Variables Financieras (Mill. de Euros) | Bolsa-1 | Bolsa | Bolsa+1 | Bolsa+2 | Bolsa+3 | Nº de observaciones |
| Ventas | 8,85 | 10,64 | 13,51 | 16,98 | 17,01 | 59 |
| Exportaciones | 2,16 | 3,55 | 4,43 | 4,54 | 5,67 | 41/39 |
| % Exportaciones/Ventas | 23,91% | 34,05% | 39,13% | 39,15% | 38,39% | 41/39 |
| Activo Total | 7,08 | 15,11 | 20,04 | 26,12 | 26,57 | 59 |
| Activo Material | 6,63 | 13,98 | 15,77 | 18,27 | 22,10 | 59 |
| Activo Inmaterial | 0,33 | 0,66 | 1,54 | 2,82 | 3,63 | 59 |
| % Activo Inmaterial/Activo Total | 3,89% | 3,39% | 6,85% | 10,49% | 14,52% | 59 |
| Deuda Total | 3,51 | 4,83 | 6,69 | 8,70 | 10,11 | 59 |
| A corto plazo | 3,10 | 4,57 | 6,06 | 7,12 | 7,58 | 59 |
| A largo plazo | 0,08 | 0,08 | 0,27 | 0,80 | 1,16 | 33/47 |
| % Deuda a largo plazo/Deuda Total | 16,87% | 8,32% | 12,69% | 20,36% | 24,37% | 33/47 |
| Recursos Propios | 2,74 | 9,78 | 12,30 | 14,71 | 13,67 | 59 |
| Deuda/Recursos Propios | 121,18% | 60,30% | 63,55% | 72,83% | 89,06% | 59 |
| Deuda/Activo Material | 58,99% | 40,71% | 42,02% | 48,46% | 52,47% | 59 |
| Apalancamiento Financiero | 58,91% | 37,62% | 38,86% | 42,13% | 47,08% | 59 |
| Capex | 0,25 | 0,40 | 0,58 | 0,70 | 0,94 | 59 |
| BAIL(2) | 0,72 | 1,26 | 1,18 | 1,07 | 0,95 | 59 |
| BAIL/Activo | 9,35% | 7,43% | 5,30% | 4,26% | 4,12% | 59 |
| BAIL/Ventas | 6,82% | 9,05% | 5,02% | 4,03% | 3,69% | 59 |
| Empleados | 46,00 | 54,00 | 66,00 | 77,00 | 94,00 | 59 |
| % de Crecimiento de las Variables Financieras y del Empleo | | | | | | |
| | Bolsa/Bolsa-1 | Bolsa+1/Bolsa | Bolsa+2/Bolsa+1 | Bolsa+3/Bolsa+2 | Bolsa+3/Bolsa-1 | |
| Ventas | 20,25% | 26,96% | 25,65% | 0,17% | 92,15% | 59 |
| Exportaciones | 64,84% | 24,76% | 2,42% | 24,91% | 163,13% | 41/39 |
| Activo Total | 113,49% | 32,62% | 30,35% | 1,72% | 275,43% | 59 |
| Activo Material | 110,94% | 12,77% | 15,87% | 20,93% | 233,32% | 59 |
| Activo Inmaterial | 100,30% | 133,54% | 82,91% | 28,86% | 1002,58% | 59 |
| % Activo Inmaterial/Activo Total | -12,75% | 101,98% | 53,12% | 38,35% | 273,34% | 59 |
| Deuda | 37,61% | 38,45% | 30,08% | 16,25% | 188,09% | 59 |
| % A corto plazo | 47,34% | 32,59% | 17,51% | 6,41% | 144,29% | 59 |
| % A largo plazo | -8,43% | 257,89% | 194,30% | 45,10% | 1299,40% | 33/47 |
| Recursos Propios | 257,06% | 25,73% | 19,63% | -7,10% | 398,94% | 59 |
| Deuda/Recursos Propios | -50,24% | 5,40% | 14,61% | 22,28% | -26,51% | 59 |
| Deuda/Activo Material | -30,99% | 3,21% | 15,32% | 8,28% | -11,06% | 59 |
| Apalancamiento Financiero | -36,15% | 3,30% | 8,43% | 11,75% | -20,08% | 59 |
| Capex | 55,60% | 45,71% | 20,54% | 35,73% | 270,92% | 59 |
| BAIL(2) | 74,64% | -6,75% | -8,64% | -11,74% | 31,32% | 59 |
| BAIL/Activo | -20,51% | -28,75% | -19,48% | -3,41% | -55,95% | 59 |
| BAIL/Ventas | 32,71% | -44,57% | -19,64% | -8,34% | -45,81% | 59 |
| Empleados | 17,39% | 22,22% | 16,67% | 22,08% | 104,35% | 59 |

"Bolsa-1" identifica el año anterior a cotizar;" bolsa" el año de acceso al mercado; "bolsa+1"," bolsa+2" y "bolsa+3" identifican los tres ejercicios siguientes al año de acceso a cotizar al mercado. Las cifras se extraen de las cuentas anuales auditadas registradas en el mercado.

(1) Empresas registradas y cotizando al 31 de marzo de 2014

(2) Beneficio antes de intereses e impuestos

Elaboración propia

Fuente: www.euronext.com/alternext

Con relación a la estructura financiera, las empresas captan financiación tanto a corto como a largo plazo. La deuda total se triplica en el periodo, crece un 188,09%, y pasa de ser 3,51 millones de euros a ser 10,11 millones de euros. La deuda a largo plazo gana peso relativo respecto al total deuda, tanto por el volumen de financiación captada como por el número de empresas que obtienen financiación en ese plazo; antes de salir a cotizar el 56% de la muestra (33 empresas) conseguía financiación a largo y al final del periodo esta cifra se sitúa en el 79,66% (47 empresas). Los recursos propios se han multiplicado por más de seis y pasan de ser 2,7 millones de euros, antes de entrar en el mercado, a alcanzar la cifra de los 13,67 millones de euros. El cuarto año de cotización han experimentado un crecimiento del 398,94%. Este crecimiento indica, por un lado que las empresas captan capital nuevo, pero por otro, que amplían el capital para realizar operaciones corporativas tal y como informan en sus cuentas anuales. Todos los ratios de deuda mejoran: la proporción de la deuda respecto a los recursos propios se mantiene por debajo del 100%, el ratio deuda respecto activo material, tras a salir a cotizar, se sitúa en el 40,71% y, aunque este porcentaje crece a lo largo del periodo, el cuarto año de presencia en el mercado es un 11,06% menor a su valor el año previo a cotizar. El apalancamiento financiero cae significativamente el primer año de presencia en el mercado y, aunque crece a lo largo de los años, el cuarto año de cotización es un 20% menor al que tenía el año anterior a su salida a bolsa.

El Capex también sigue una tendencia creciente con porcentajes de crecimiento positivos, aunque su crecimiento va moderándose a lo largo de los años. De cualquier forma, esta magnitud es un 270,92% mayor respecto a su valor el año anterior a salir al mercado Alternext.

En cuanto a la rentabilidad, las empresas se vuelven menos rentables y su beneficio antes de intereses e impuestos, a partir del año de acceso al mercado, cae a lo largo de los años. Los ratios respecto al activo y respecto a las ventas pasan de ser del 9,35% y 6,82% respectivamente, antes de entrar en el mercado, a dividirse aproximadamente por dos y se sitúan en el 4,12% y en el 3,69% tras cuatro años de cotización.

Por último, en el análisis también hay que destacar el crecimiento más moderado de las principales variables, ventas, activo, deuda, recursos propios, el cuarto año de presencia en el mercado. Considerando que el 76% de las empresas de la muestra accedieron al mercado francés en los años 2005, 2006 y 2007, el comportamiento de las variables en este año puede estar afectado por el inicio en el 2008 de la recesión económica internacional.

5.3.3 MAB-EE: Impacto del mercado sobre la estructura financiera y empresarial

Al igual que en el caso francés, en esta sub-sección se analiza el impacto de la salida al mercado sobre el tamaño, la estructura financiera y la rentabilidad de las 15 empresas que componen la muestra del mercado MAB-EE. Las cifras se representan en la Tabla 37.

La salida al mercado de las empresas españolas se inicia en el ejercicio 2009, en el que la situación económica en España pasa por momentos extremadamente difíciles. Este entorno económico se refleja en el comportamiento de las distintas variables, ya que aunque su evolución en la mayoría de los años es creciente sus tasas de crecimiento son más moderadas que las del mercado francés.

En este sentido, el cuarto año de cotización “bolsa+3” la cifra de ventas, 20,87 millones de euros, es más del triple de la cifra de ventas del año anterior al de salir a cotizar, experimentando un crecimiento del 214,37%; las exportaciones se han multiplicado por dos y su importancia relativa oscila a lo largo del periodo respecto al total ventas; crece el número de empresas que consiguen nuevos mercados en el exterior para sus productos que pasan de ser el 33% al 73% de las empresas de la muestra (de 5 a 11 empresas).

El crecimiento que experimentan las exportaciones es del 105,20%, porcentaje menor al 163,13% experimentado por las empresas francesas. La diferencia de este crecimiento se debe al crecimiento del volumen de ventas al exterior de las empresas francesas, que ya exportaban cuando salieron a cotizar, ya que el número de empresas exportadoras en Francia no se incrementa de forma significativa. Por el contrario, en la muestra de empresas cotizadas en el MAB-EE sube el número de empresas que consiguen mercados en el exterior para sus productos y mantienen el volumen de ventas las empresas que ya exportaban antes de salir a cotizar. La oscilación de los valores de las exportaciones a lo largo del periodo se debe al impacto de la situación económica, por la que se reducen las ventas y las exportaciones a la Unión Europea. Así lo explican las empresas, quienes también informan de la reestructuración de sus negocios aligerando plantillas al objeto de reducir los costes fijos. A pesar de todo, al final del periodo el peso relativo de las exportaciones españolas respecto al total ventas es mayor al peso relativo de las exportaciones en las empresas francesas, 52,34% frente al 38,39%. También las empresas españolas (95%) señalan que buscan financiación para acelerar el crecimiento y entre ellas un 35% manifiestan, expresamente, que desean impulsar el crecimiento externo incrementando la base de clientes en el exterior y buscando nuevos mercados para sus productos.

TABLA 37. Mercado MAB-EE: Impacto del mercado sobre la estructura financiera y empresarial

| Muestra de empresas: 15 españolas (1) Valor estadístico: Mediana | | | | | | |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|---------------------|
| Variables Financieras (Mill. de Euros) | Bolsa-1 | Bolsa | Bolsa+1 | Bolsa+2 | Bolsa+3 | Nº de observaciones |
| Ventas | 6,64 | 7,38 | 8,15 | 16,89 | 20,87 | 15 |
| Exportaciones | 3,03 | 4,63 | 3,30 | 1,73 | 6,21 | 5/11 |
| Exportaciones/Ventas | 45,60% | 34,00% | 43,99% | 16,33% | 52,34% | |
| Activo Total | 11,80 | 18,09 | 19,18 | 23,93 | 28,18 | 15 |
| Activo Material | 8,91 | 16,72 | 15,23 | 21,34 | 27,19 | 15 |
| Activo Inmaterial | 2,33 | 3,05 | 4,05 | 4,28 | 4,33 | 15 |
| % Activo Inmaterial/Activo Total | 22,44% | 22,96% | 27,38% | 22,08% | 20,08% | 15 |
| Deuda | 7,86 | 8,42 | 11,15 | 14,70 | 16,22 | 15 |
| % deuda a corto plazo | 56,71% | 55,29% | 54,53% | 67,17% | 59,65% | 15 |
| % deuda a largo plazo | 43,29% | 44,71% | 45,47% | 32,83% | 40,35% | 15 |
| %deuda bancaria | 41,76% | 38,26% | 43,36% | 27,61% | 34,42% | 15 |
| Recursos Propios | 3,12 | 7,23 | 8,70 | 9,25 | 9,98 | 15 |
| Deuda/Recursos Propios | 143,52% | 124,78% | 130,94% | 149,47% | 166,66% | 15 |
| Deuda/Activo Material | 87,74% | 77,51% | 81,72% | 92,96% | 76,25% | 15 |
| Apalancamiento Financiero | 71,56% | 58,57% | 59,06% | 62,54% | 62,38% | 15 |
| Capex | 1,02 | 1,34 | 1,71 | 2,80 | 0,63 | 15 |
| BAIL(2) | 0,37 | -0,11 | 0,22 | 0,03 | 1,18 | 15 |
| BAIL/Activo | 1,66% | -0,28% | 1,94% | 0,21% | 4,99% | 15 |
| BAIL/Ventas | 3,17% | -1,34% | 1,75% | 2,17% | 4,96% | 15 |
| Empleados | 52 | 71 | 76 | 245 | 157 | 15 |

| % de Crecimiento de las Variables Financieras y del Empleo | | | | | |
|--|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | Bolsa/bolsa-1 | bolsa+1/bolsa | bolsa+2/bolsa+1 | bolsa+3/bolsa+2 | bolsa+3/bolsa-1 |
| Ventas | 11,10% | 10,52% | 107,19% | 23,57% | 214,37% |
| Exportaciones | 52,86% | -28,73% | -47,69% | 260,09% | 105,20% |
| Activo | 53,34% | 6,01% | 24,76% | 17,77% | 138,84% |
| Activo Material | 87,66% | -8,93% | 40,13% | 27,41% | 205,11% |
| Activo Inmaterial | 30,72% | 32,68% | 5,78% | 1,03% | 85,35% |
| % Activo Inmaterial/Activo Total | 2,31% | 19,26% | -19,37% | -9,08% | -10,55% |
| Deuda | 7,19% | 32,38% | 31,83% | 10,35% | 106,44% |
| % A corto plazo | -2,52% | -1,37% | 23,18% | -11,19% | 5,18% |
| % A largo plazo | 3,30% | 1,70% | -27,80% | 22,89% | -6,79% |
| % deuda bancaria | -8,38% | 13,34% | -36,33% | 34,42% | -11,12% |
| Recursos propios | 131,31% | 20,33% | 6,37% | 7,93% | 219,54% |
| Deuda/Recursos Propios | -13,06% | 4,94% | 14,15% | 11,50% | 16,12% |
| Deuda/Activo Material | -11,66% | 5,44% | 13,75% | -17,97% | -13,09% |
| Apalancamiento financiero | -18,15% | 0,83% | 5,89% | -0,25% | -12,82% |
| Capex | -18,15% | 0,83% | 5,89% | -0,25% | -12,82% |
| Empleados | 36,54% | 7,04% | 222,37% | -36,12% | 200,96% |

| | Bolsa/bolsa-1 | bolsa+1/bolsa | bolsa+2/bolsa+1 | bolsa+3/bolsa+2 | bolsa+2/bolsa-1 |
|-------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| BAIL(2) | -130,35% | -25,32% | -86,70% | 3955,17% | -92,14% |
| BAIL/Activo | -117,13% | -782,67% | -89,36% | 2313,76% | -87,56% |
| BAIL/Ventas | -142,46% | -229,81% | 24,24% | 128,62% | -31,52% |

"Bolsa-1" identifica el año anterior a cotizar;" bolsa" el año de acceso al mercado; "bolsa+1"," bolsa+2" y" bolsa+3" identifican los tres ejercicios siguientes al año de acceso a cotizar al mercado. Las cifras se extraen de las cuentas anuales auditadas registradas en el mercado.

(1) Empresas registradas y cotizando al 31 de marzo de 2014

(2) Beneficio antes de intereses e impuestos

Elaboración propia

Fuente: www.bolsasymercados.es/mab

Con relación al activo total, su cifra el cuarto año de cotización es más del doble al valor del activo del año previo a acceder al mercado y pasa de los 11,80 millones de euros a alcanzar los 28,16 millones de euros, un crecimiento del 138,84%. Este crecimiento se concentra en el inmovilizado material y pierde peso la importancia relativa del inmovilizado inmaterial respecto al total activo. En comparación con el mercado francés, el inmovilizado inmaterial tiene más peso en las empresas españolas que en las francesas, en la muestra española supone el 22,44% el año anterior al de acceder a cotizar y un 20,08% el cuarto año de cotización mientras que en Francia es el 3,89% el año anterior al de entrada al mercado y un 14,52% al final del cuarto año. Sin embargo, el comportamiento de esta variable a lo largo de los años es de signo contrario en los dos mercados, mientras que la evolución del inmovilizado inmaterial de las empresas españolas es negativa y el cuarto año de cotización su importancia baja un 10,55% respecto al año anterior a salir a cotizar, en el caso francés su importancia relativa crece paulatinamente a lo largo de los años y al final es un 273,34% mayor.

En cuanto al empleo, a pesar de que las empresas informan en sus cuentas que reducen las plantillas para aligerar los costes fijos, tras cuatro años de permanencia en el mercado han generado un 200,96% empleos nuevos. Su plantilla mediana ha pasado de ser 52 empleados el año anterior a salir al mercado a situarse en los 157 empleados el cuarto año de cotización.

Por lo tanto, la cifra de ventas, que el primer año de cotización calificaba a las empresas como empresas pequeñas, el cuarto año de cotización las califica como empresas de tamaño mediano. Por otro lado, la cifra de activo y de empleo, que al salir a cotizar situaba a las empresas en el límite inferior del tramo de las empresas medianas, el crecimiento experimentado por estas dos magnitudes económicas, tras cuatro años en el mercado, las sitúa en el punto medio del tramo mediano.

Respecto a la estructura financiera, las empresas captan financiación tanto a corto como a largo plazo. La deuda total es más del doble el cuarto año de cotización a la cifra de deuda de las empresas el año anterior a salir al mercado; su crecimiento en el periodo ha sido del 106,44%, pasando de ser 7,86 a 16,22 millones de euros. Este crecimiento es levemente superior en el tramo a corto y el porcentaje de deuda bancaria en el total deuda pierde importancia y pasa de representar el 41,76%, antes de entrar a cotizar, al 34,42% el cuarto año de cotización. Los recursos propios se han multiplicado por tres, desde 3,12 millones de euros antes de entrar en el mercado a alcanzar la cifra de 9,98 millones de euros, experimentan un crecimiento del 219,54%. Al igual que en el mercado francés, las empresas informan en sus cuentas anuales que captan capital nuevo y realizan ampliaciones de capital para operaciones corporativas.

Los ratios de deuda se mantienen más altos en las empresas españolas que en las francesas. La proporción de la deuda respecto a los recursos propios se mantiene por encima del 100%, a pesar de que, los recursos propios crecen en el periodo en mayor proporción de lo que crece el volumen de deuda (219,54% los recursos propios frente al 106,44%). El cuarto año de presencia en MAB-EE el peso de este ratio es del 166,76%, un 16,12% superior al del año anterior a acceder al mercado. Algunas empresas informan de problemas de liquidez y tienen que reestructurar la deuda, dado su alto apalancamiento financiero a corto. La evolución del ratio de la deuda respecto al activo material es un poco mejor. El valor de este ratio pasa de ser el 87,74% el año anterior a cotizar a ser el 76,25%, tras cuatro años de presencia en el mercado, un 13,09% menor. En este caso, el valor del activo crece en mayor proporción a lo que crecen las deudas. Por último, el apalancamiento financiero cae significativamente el año de acceso al mercado y, aunque al final del periodo es un 12,82% menor al apalancamiento financiero del año anterior a salir a cotizar, su nivel sigue siendo alto, 62,38%.

También el capex de las empresas españolas finaliza el periodo de manera contraria a como finaliza el capex de las empresas francesas. Esta variable en los negocios franceses es un 270,92% mayor respecto a su valor el año anterior a salir al mercado Alternext mientras que en los españoles es un 12,82% menor.

Con relación a la rentabilidad, las empresas se vuelven menos rentables cuando salen al mercado. El año de acceso al mercado su beneficio antes de intereses e impuestos es negativo y, en consecuencia, los ratios respecto al activo y respecto a las ventas pasan de ser 1,66% y 3,17%, respectivamente, a valores negativos y su crecimiento interanual evoluciona en valores negativos. La rentabilidad que se observa el cuarto año de cotización no se puede extender al conjunto del mercado, ya que está afectada por la expansión internacional que impulsa las ventas en una empresa y por la reestructuración de personal que reduce los gastos en esta misma empresa. Además, el cuarto año de cotización se reduce la muestra. Para ese año no se dispone de la información de las cuatro empresas que acceden al mercado en el 2012, ya que su cuarto año en el mercado es el año 2015 y este ejercicio en el momento de realizar este análisis aún no había finalizado. Debido a ello, para el cálculo del crecimiento de los ratios de rentabilidad respecto al año anterior a salir a cotizar se utiliza la información del año bolsa+2 y no bolsa+3 conforme se refleja en la Tabla.

En resumen, los resultados del análisis del impacto del mercado sobre las variables corporativas muestran que las empresas españolas antes de salir al mercado tienen una situación financiera un poco más tensa que las francesas con ratios de endeudamiento más altos, salen al mercado en un momento de difícil entorno económico lo que se refleja en sus ventas más bajas y en la oscilante a lo largo del periodo de cuatro años de cotización del resto de las variables españolas.

Esta circunstancia no es el caso de las empresas francesas que salen al mercado en su mayor parte (76%) antes del año 2008. Las cifras del periodo estudiado corresponden en la mayoría de los casos a la etapa anterior a la crisis y siguen una tendencia creciente a lo largo de los años. De cualquier forma, todas las empresas crecen de manera que las empresas francesas pasan de ser empresas pequeñas a ser empresas de tamaño mediano y en el caso de las empresas españolas pasan de estar en el límite inferior del tramo mediano al punto medio de este tramo.

En cuanto a la situación financiera, las empresas antes de salir a cotizar a cada uno de los dos mercados están muy apalancadas y sus ratios financieros son altos. Tras permanecer cuatro años en el mercado captan tanto deuda como recursos propios lo que les permite mejorar sus ratios. La financiación bancaria es típica en las empresas españolas mientras que en las francesas su importancia es más residual.

Por lo que respecta a la rentabilidad, en las empresas francesas cae de forma constante a lo largo del periodo y en las españolas su evolución es más incierta, aunque detrayendo el comportamiento atípico y puntual de alguna de las empresas de la muestra la rentabilidad del resto de las empresas sigue una tendencia bajista.

La situación de partida y la evolución posterior en el mercado de las empresas franco españolas coinciden con lo encontrado por Botazzi y Da Rin (2000) en la muestra de 538 empresas registradas en los mercados europeos: Neuer Markt de Alemania, Nouveau Marché de Francia y Nuevo Mercato de Italia desde 1996 a 2001. En este estudio también encuentran que las compañías antes de salir al mercado están altamente apalancadas y no tienen posibilidad de extender más su crédito, consistente con una situación de racionamiento del crédito. Tras la OPV, las compañías re-balancean su estructura de capital, incrementan su deuda, aceleran el crecimiento y se vuelven menos rentables. La caída de la rentabilidad también coincide con Mikkelsen, Partch y Shah (1997) y Pagano, Panetta y Zingales (1998).

Las principales características iniciales del tamaño, la estructura financiera y la rentabilidad de las empresas franco-españolas y su evolución tras permanecer en el mercado de valores durante un periodo de cuatro años se incluyen en la Tabla 38.

TABLA 38. Alternext y MAB-EE: estructura inicial de las empresas y su evolución posterior en el mercado (1)

Muestra de Alternext: 59 empresas francesas (1)

Muestra de MAB-EE: 15 empresas españolas (1)

| Tamaño de las empresas: valor estadístico mediano, millones de euros | | | | | | |
|---|-----------|---------|-----------|---------|-----------------|-----------------|
| | Bolsa-1 | | Bolsa+3 | | Bolsa+3/Bolsa-1 | |
| | Alternext | MAB-EE | Alternext | MAB-EE | Alternext | MAB-EE |
| Ventas | 8,85 | 6,64 | 17,01 | 20,87 | 92,15% | 214,37% |
| Exportaciones | 2,16 | 3,027 | 5,67 | 6,21 | 163,13% | 105,20% |
| Exportaciones/Ventas | 23,91% | 45,60% | 38,39% | 52,34% | 60,52% | 14,78% |
| Activo Total | 7,08 | 11,80 | 26,57 | 28,18 | 275,43% | 138,84% |
| % Activo Inmaterial/Activo Total | 3,89% | 22,44% | 14,52% | 20,08% | 273,34% | -10,55% |
| Empleo | 46 | 52 | 94 | 157 | 104,35% | 200,96% |
| Estructura Financiera de las empresas: valor estadístico mediano, millones de euros | | | | | | |
| Deuda Total | 3,51 | 7,86 | 10,11 | 16,22 | 188,09% | 106,44% |
| % deuda a largo plazo/deuda total | 16,87% | 43,29% | 24,37% | 40,35% | 44,48% | -6,79% |
| Recursos Propios | 2,74 | 3,12 | 13,67 | 9,98 | 398,94% | 219,54% |
| Deuda/Recursos Propios | 121,18% | 143,52% | 89,06% | 166,66% | -26,51% | 16,12% |
| Deuda/Activo Material | 58,99% | 87,74% | 52,47% | 76,25% | -11,06% | -13,09% |
| Apalancamiento Financiero | 58,91% | 71,56% | 47,08% | 62,38% | -20,08% | -12,82% |
| Rentabilidad de las empresas: valor estadístico mediano, millones de euros | | | | | | |
| | | | | | Bolsa+3/Bolsa-1 | Bolsa+2/Bolsa-1 |
| BAII(2) | 0,72 | 0,37 | 0,95 | 1,18 | 31,32% | -92,14% |
| BAII/Activo | 9,35% | 1,66% | 4,12% | 4,99% | -55,95% | -87,56% |
| BAII/Ventas | 6,82% | 3,17% | 3,69% | 4,96% | -45,81% | -31,52% |

"Bolsa-1" identifica el año anterior a cotizar y "bolsa+3" identifica el tercer año posterior al año de acceso a cotizar al mercado

Las cifras se extraen de las cuentas anuales auditadas registradas en el mercado

(1) Empresas registradas y cotizando al 31 de marzo de 2014

(2) Beneficio antes de intereses e impuestos

Elaboración propia

Fuente: www.euronext.com/alternext; www.bolsasymercados.es/mab

5.3.4 Significancia estadística de los efectos de salir a cotizar

En esta sección se continúa con la comprobación de si los cambios producidos en el valor de las variables empresariales después de estar en el mercado cuatro años cotizando no son una consecuencia del azar sino que son estadísticamente significativos.

Para ello se utiliza la prueba de rangos con signo de Wilcoxon, prueba que se enmarca dentro del análisis estadístico de las pruebas no paramétricas y que es uno de los modelos de predicción utilizados de forma habitual en las investigaciones del impacto de los mercados de valores sobre determinadas variables corporativas.

En este sentido Barber y Lyon (1996) estudian los test estadísticos utilizados en las investigaciones que emplean medidas contables del rendimiento empresarial y concluyen que ante la existencia de observaciones con valores muy extremos la prueba estadística de Wilcoxon es uniformemente la más potente. La muestra que utilizan estos autores incluye las compañías de NYSE/AMEX cuyos datos figuran en Compustat y el periodo de análisis se extiende desde 1977 a 1992.

La sección continúa exponiendo en primer lugar una serie de estudios de investigación que utilizan la prueba de rangos con signo de Wilcoxon en sus comprobaciones, se continúa con la descripción de la metodología, se describe la construcción de la muestra y la selección de las variables utilizadas y se finaliza con los resultados encontrados.

5.3.4.1 Revisión de la literatura

El test de Wilcoxon ha sido utilizado por los investigadores para analizar el impacto que tiene la presencia en un mercado de valores en: distintas variables corporativas, en distintos países y en distintos periodos de tiempo.

En este sentido Aggarwal y Angel (1997) utilizan el método estadístico de los rangos con signo de Wilcoxon para diferencias de medianas para comprobar el efecto que tiene el registro en el ECM sobre el “spread” de precios. La muestra del estudio alcanza a 49 compañías negociadas en el ECM de las que había información del “spread” tanto de antes como de después del registro. Los “spreads” de antes del registro los calcularon para las compañías que habían negociado en el Nasdaq Small-Cap durante el mes anterior al registro en el ECM y para los valores que negociaban en las Pink Sheets utilizaron la semana anterior al registro en el ECM. Los “spreads” de después del registro en el ECM los calcularon durante el mes siguiente a la fecha de registro. Sus conclusiones son que el rango de precios tras el registro de las empresas en el ECM cayó en 43 de las 49 empresas desde un 15% de media antes del registro a un 6,2% después del registro.

Botazzi y Da Rin (2002) también utilizan la prueba de rangos con signo de Wilcoxon para diferencias de medianas para comprobar la significancia estadística de las diferencias que sufran una serie de variables de balance y de la cuenta de resultados de las OPVs realizadas en los mercados europeos de pequeña capitalización: el francés Nouveau Marché, el alemán Neuer Markt y el italiano Nuovo Mercato.

Otra investigación que utiliza el método no paramétrico Wilcoxon la realizan Aggarwal, Prabhala y Puri (2002). En este caso el campo de investigación es el reparto de la adjudicación de acciones en las OPVs entre los inversores institucionales y los inversores minoristas, en una muestra de 174 OPVs realizadas en US entre 1997 y 1998. En su análisis comprueban el hipotético beneficio que

obtendrían los inversores institucionales y minoristas de una inversión adquirida en la oferta, al precio de la oferta y que la venden 1 día después de negociar en el mercado, 10 días después y 20 días después de estar negociando. Agrupan las OPVs en función de sus rendimientos en: OPVs con rendimientos menores a cero, OPVs con rendimientos entre 0 y 20% y OPVs con rendimientos mayores al 20%. La prueba de rangos con signos de Wilcoxon la utilizan para comprobar que la diferencia en la adjudicación institucional entre OPVs sobrevaloradas y OPVs infravaloradas es significativa y encuentran una relación positiva entre la adjudicación institucional y los rendimientos del primer día. Señalan que en parte esto se explica por la práctica de dar a las instituciones más acciones en las OPVs con una demanda más fuerte en el periodo de prospección de la demanda consistente con las teorías book building. Sin embargo, la adjudicación institucional también contiene información privada sobre los rendimientos del primer día de negociación no facilitada en la demanda del premarket y otra información pública. Nuestra evidencia respalda las teorías book-building de la infravaloración de la IPO pero sugiere que las adjudicaciones institucionales en las emisiones infravaloradas es mayor a la explicada solo por el book-building.

Por su parte Giudici y Roosenboom(2004) utilizan la prueba de los rangos con signo de Wilcoxon para comprobar las diferencias en determinadas variables de las empresas negociadas en los anteriores mercados de valores europeos de reducida capitalización, los EuroNMs.

Dos años más tarde Goergen, Khurshed y Renneboog (2006) analizan las OPVs realizadas en el mercado alemán Neuer Markt y en el mercado francés Nouveau Marché desde 1996 al 2004. En este caso investigan las diferencias en la infravaloración entre las OPVs respaldadas por una “Venture Capital-VC” y las OPVs no respaldadas por una “Venture Capital-VC”. Las diferencias de medianas las comprueban con la prueba de Wilcoxon Mann-Witney de dos colas que comprueba una diferencia entre las medianas de dos muestras independientes con una forma de distribución similar.

Por ultimo Kaserer y Schiereck (2007) utilizan el método de los rangos con signo de Wilcoxon en su estudio del coste de salir a cotizar a un mercado de valores y del coste de permanecer posteriormente en él. El campo de estudio alcanza a seis bolsas: Deutsche Börse, Euronext, Bolsa de Londres, Bolsa de Hong Kong, NYSE y Nasdaq. Estas bolsas al menos tienen dos segmentos uno para las compañías grandes y otro para las pequeñas. Ofrecen estadísticas descriptivas de determinadas características de las empresas en los seis mercados mencionados. La significancia estadística la comprueban tanto con las diferencias en medias, “t-test” como con la prueba de rangos con signo de Wilcoxon de diferencias de las medianas (wilcoxon-test).

5.3.4.2 Metodología: Prueba de los rangos con signo de Wilcoxon

La prueba de los rangos con signo de Wilcoxon es una prueba no paramétrica equivalente a la prueba de t-Student que no asume la normalidad en los datos, requisito que si es necesario para poder utilizar la t- Student. Este test compara la mediana de dos muestras de datos que proceden de los mismos participantes y determina si existen diferencias significativas en ellas, por ejemplo que cambios ha habido en los valores de la muestra de un momento de tiempo a otro.

El test Wilcoxon asume:

Que las parejas de valores X_a y X_b son valores al azar e independientemente calculados

Que la variable dependiente es intrínsecamente continua de manera que sus valores pueden ir seguidos de decimales.

Que los valores de X_a y X_b tienen una medición de escala ordinal, de manera que tiene sentido hablar de más grande que, menos grande que e igual que.

La hipótesis nula del test es que el hecho que se comprueba no se cumple; en el caso de este estudio sería que la salida de las empresas a cotizar a los mercados de valores de Alternext y MAB no tiene ningún efecto sobre sus principales variables de balance y de la cuenta de resultados.

La hipótesis verdadera es la contraria, la salida a cotizar en Alternext y MAB sí ha afectado al nivel de las principales variables de balance y de la cuenta de resultados.

El mecanismo empieza por calcular la diferencia entre los valores de las dos muestras relacionadas y el test Wilcoxon transforma cada una de estas diferencias en su valor absoluto; lo que se busca es simplemente eliminar los signos positivos y negativos. En la mayoría de las aplicaciones del procedimiento de Wilcoxon los casos en los que la diferencia es cero se eliminan dado que no facilitan información. El resto de los valores absolutos se ordenan de menor a mayor y se les asigna el número de orden que le corresponda. En aquellas diferencias que tengan el mismo valor absoluto se le asigna a cada una de ellas el valor medio del nº de orden que les correspondería. A continuación a cada número de orden se asigna el signo positivo y negativo de la diferencia de la que procede.

El test se basa en el estadístico de Wilcoxon “W” que es el menor valor de la suma de los n° de orden positivos y de la suma de los n° de orden negativos. A medida que el tamaño de la muestra N se incrementa la distribución muestral de este estadístico W se acerca al contorno de la distribución normal. Esta tendencia permite el cálculo del “ratio-z” cuya fórmula es:

$$Z = \frac{(W - \mu_w) \cdot 5}{\sigma_w}$$

Donde:

μ_w = media

σ_w = desviación típica

Para la continuidad el “ratio-z” debe incluir la corrección de +/- 0,50. La corrección será negativa "-0,50" cuando W es más grande que μ_w y positiva "+.50" cuando W es menor que μ_w . Dado que μ_w es en todos los casos igual a cero, la fórmula más sencilla es:

$$Z = \frac{W - .5}{\sigma_w}$$

Por último se debe determinar si el test W observado soporta la hipótesis nula o la alternativa. Esto se realiza siguiendo el mismo proceso que se utiliza en las pruebas paramétricas. Específicamente se determina un valor crítico de W tal que si el valor observado de W es menor que o igual que al valor crítico se rechaza la hipótesis nula y se acepta la alternativa y si el valor observado de W es mayor al valor crítico no se rechaza la hipótesis nula.

El test de Wilcoxon se basa en la diferencia de los valores, al igual que lo hace el test de signos, pero Wilcoxon además de analizar los signos de las diferencias también tiene en cuenta la magnitud de las diferencias observadas.

Si la hipótesis nula es cierta habría un mismo número de valores positivos y negativos de W. Si la hipótesis alternativa es cierta habría más número de valores positivos de W que negativos.

5.3.4.3 Construcción de las variables y selección de muestras

Para comprobar la significancia estadística del impacto de la salida a cotizar a un mercado de valores sobre las variables seleccionadas se utiliza la información de todas las variables seleccionadas en el estudio de los dos años anteriores al de salir a cotizar “bolsa-1” y “bolsa-2” y de los cuatro años de permanencia en el mercado “bolsa”, “bolsa+1”, “bolsa+2” y “bolsa+3”.

Con la información mencionada se construye una serie de variables promedios sobre las que se aplica el método estadístico de la prueba de rangos con signo de Wilcoxon. En el proceso de construcción de las mencionadas variables se sigue los siguientes pasos:

En primer lugar, se calcula el valor promedio de cada una de las variables de control analizadas de los dos años anteriores a la OPV. Estos valores promedios serán las medidas de las variables antes de salir a cotizar y en el modelo se identifican como “valores pre OPV”.

En segundo lugar, se calcula el valor promedio de cada una de las variables de control analizadas de los cuatro años posteriores a la OPV; en aquellas empresas de las que solo se dispone de información de tres años se promedian estos tres años. Estos valores promedios serán las medidas de las variables después de salir a cotizar y se identifican como “valores post OPV”.

En tercer lugar, se calcula la diferencia entre los valores promedios “valores post OPV menos valores pre OPV” y se identifican como “valores diferencia”.

En cuarto lugar, se comprueba con el test de Kolmogorov-Smirnov que la serie de datos “valores diferencia” no siguen una distribución normal, requisito que exige el test de Wilcoxon.

Por último, se comprueba la significancia estadística de los “valores diferencia” a través de la prueba de rangos con signo de Wilcoxon.

Tras ese proceso se obtiene tres muestras sobre las que se comprueba la significancia estadística:

1ª muestra: OPVs realizadas en Alternext y en MAB-EE. El tamaño de la muestra es de 74 empresas, 59 empresas que realizaron una OPV cuando acceden al mercado Alternext más 15 empresas que tras registrarse en el mercado MAB-EE realizaron una OPV.

2ª muestra: OPVs realizadas en Alternext. El tamaño de la muestra es de 59 empresas.

3ª muestra: OPVs realizadas en MAB-EE. El tamaño de la muestra es de 15 empresas

La herramienta utilizada, para comprobar la normalidad de los datos con el test de Kolmogorov – Smirnov y la significancia estadística de las diferencias entre valores post OPV y valores pre OPV, es el programa informático SPSS.

Los resultados de la prueba de los rangos con signo de Wilcoxon figuran en la Tabla 39. El modelo de la Tabla es el seguido por Botazzi y Da Rin (2002). Como se observa la Tabla se divide en 1o

columnas, la primera contiene las variables de balance y de la cuenta de resultados utilizadas en el análisis, las tres siguientes recogen la información conjunta de las OPVs realizadas en los dos mercados analizados Alternext y MAB-EE, las columnas 5, 6 y 7 recogen la información de las OPVs realizadas en Alternext y por último las columnas 8, 9 y 10 contienen la información de las OPVs realizadas en el MAB-EE.

Los valores “pre OPV” son los valores medianos del valor promedio de cada variable de los dos años anteriores al año de acceso al mercado, los valores “post OPV” son los valores medianos del valor promedio de cada variable de los cuatro años siguientes de cotización, las cifras entre paréntesis se refieren al tamaño de la muestra y aquellos valores que se destacan en negrita son estadísticamente significativos al nivel del 5%.

Por otro lado, y como información complementaria del análisis de la significancia estadística del efecto que la presencia en un mercado de valores tiene sobre el desarrollo corporativo, en el anexo 15 se incluyen las Tablas de los resultados obtenidos del test de comprobación de la normalidad de Kolmogorov-Smirnov y las Tablas de resultados del test de rangos con signo de Wilcoxon facilitadas por el programa informático SPSS para cada una de las muestras.

TABLA 39: Alternext y MAB-EE: Significancia estadística del impacto del mercado sobre la estructura financiera-empresarial

Modelo estadístico: Prueba de rangos con signo de Wilcoxon

Muestra de Alternext y MAB-EE: 74 empresas francesas (1)

Muestra de Alternext: 59 empresas francesas (1)

Muestra de MAB-EE: 15 empresas españolas (1)

| Variables Financieras (Mill. de Euros) | Alternext y MAB-EE | | | Alternext | | | MAB-EE | | |
|--|--------------------|----|---------------|------------|----|---------------|------------|----|---------------|
| | Pre OPV(2) | N | Post OPV(3) | Pre OPV(2) | N | Post OPV(3) | Pre OPV(2) | N | Post OPV(3) |
| Ventas | 7,00 | 74 | 14,97 | 7,26 | 59 | 14,54 | 5,35 | 15 | 15,52 |
| Exportaciones | 2,44 | 42 | 3,89 | 2,49 | 37 | 4,41 | 2,44 | 5 | 2,88 |
| Exportaciones/Ventas | 28,36% | 42 | 36,45% | 24,38% | 37 | 35,07% | 38,13% | 5 | 37,36% |
| Activo Total | 6,41 | 74 | 21,30 | 6,04 | 59 | 20,94 | 10,87 | 15 | 22,60 |
| Activo Material | 5,77 | 74 | 16,21 | 5,61 | 59 | 15,82 | 8,80 | 15 | 21,12 |
| Activo Inmaterial | 0,35 | 74 | 2,76 | 0,28 | 59 | 2,21 | 1,52 | 15 | 3,99 |
| % Activo Inmaterial/Activo Total | 5,11% | 74 | 39,78% | 3,01% | 59 | 7,90% | 20,85% | 15 | 22,59% |
| Deuda | 3,63 | 74 | 9,19 | 3,17 | 59 | 7,50 | 7,36 | 15 | 12,48 |
| % A corto plazo | 92,87% | 74 | 80,86% | 98,18% | 59 | 90,91% | 51,23% | 15 | 61,42% |
| % A largo plazo | 25,19% | 61 | 21,47% | 1,61% | 46 | 19,14% | 48,78% | 15 | 40,27% |
| Recursos Propios | 2,62 | 74 | 12,10 | 2,59 | 59 | 12,71 | 2,72 | 15 | 8,61 |
| Deuda/Recursos Propios | 121,79% | 74 | 79,30% | 122,50% | 59 | 69,63% | 109,21% | 15 | 124,95% |
| Deuda/Activo Material | 68,04% | 74 | 50,34% | 64,78% | 59 | 46,99% | 94,88% | 15 | 86,15% |
| Apalancamiento Financiero | 64,74% | 74 | 44,42% | 62,14% | 59 | 40,56% | 77,14% | 15 | 60,86% |
| Capex | 0,28 | 73 | 0,76 | 0,25 | 58 | 0,67 | 1,02 | 15 | 1,60 |
| BAIL(4) | 0,44 | 74 | 0,81 | 0,52 | 59 | 0,94 | 0,16 | 15 | -0,17 |
| BAIL/Activo medio | 6,63% | 74 | 4,32% | 8,11% | 59 | 5,47% | 2,11% | 15 | -2,48% |
| BAIL/Ventas | 4,16% | 73 | 3,53% | 5,48% | 59 | 4,93% | 1,72% | 15 | -7,61% |
| Empleados | 45 | 74 | 71 | 44 | 59 | 66 | 58 | 15 | 144 |
| Ratios de crecimiento | | | | | | | | | |
| Ventas | 21,91% | 71 | 15,50% | 22,78% | 56 | 15,93% | 16,25% | 15 | 14,46% |
| Activo | 23,31% | 73 | 13,28% | 23,96% | 58 | 11,65% | 21,74% | 15 | 17,98% |
| Activo Material | 23,41% | 73 | 10,39% | 25,19% | 58 | 8,66% | 18,53% | 15 | 18,31% |
| Activo Inmaterial | 14,43% | 71 | 39,78% | 7,88% | 56 | 40,88% | 113,64% | 15 | 27,48% |
| Recursos Propios | 21,64% | 73 | 7,99% | 27,46% | 58 | 7,38% | 3,65% | 15 | 9,62% |
| Deuda | 19,05% | 73 | 19,05% | 18,56% | 58 | 16,27% | 23,54% | 15 | 26,36% |
| Empleados | 8,71% | 72 | 15,49% | 10,00% | 57 | 15,69% | 4,24% | 15 | 14,17% |

Los valores destacados en negrita son estadísticamente significativos al nivel del 5%

(1) Empresas registradas y cotizando al 31 de marzo de 2014

(2) Valores promedio de los dos años anteriores a salir a cotizar

(3) Valores promedio de los cuatro años posteriores de cotización

(4) BAIL=Beneficios antes de intereses e impuestos

Elaboración propia

Fuentes: www.euronext.com/alternext; www.bolsasymercados.es/mab

Los resultados obtenidos en Alternext confirman que excepto el beneficio antes de intereses e impuestos los cambios que se producen en el resto de las variables, tras salir a cotizar al mercado, son estadísticamente significativos.

El beneficio antes de intereses e impuestos se duplica pero su cambio no es significativo. Sin embargo, mientras que la bajada de la rentabilidad sobre el activo es estadísticamente significativa, la bajada de la rentabilidad sobre las ventas es menor y no significativa. Por lo tanto, parece que las empresas no se vuelven menos rentables porque bajen las ventas sino más bien porque estas ventas no suben al mismo ritmo que lo hacen los activos. Así se observa en los valores absolutos de las ventas y del activo de la quinta y séptima columna, mientras que las ventas se duplican los activos se multiplican por tres y medio. Una posible interpretación de este resultado es que la comercialización de los productos lleva tiempo y las compañías todavía no han recogido los frutos de las nuevas inversiones, Botazzi y Da Rin (2002). Sin embargo, otros estudios señalan que las empresas pueden sufrir los efectos de inversiones realizadas tras la OPV no demasiado adecuadas o al aprovechamiento de una ventana de oportunidad por parte de los gestores de las compañías encontrado, Ritter (1991), Degeorge y Zeckhauser (1993), Mikkelson, Partch y Shah (1997), Rajan y Servaes (1997) o Loughran y Ritter (1995).

La estructura de capital también cambia notablemente. Las compañías captan en el mercado importantes cantidades de capital nuevo. Los recursos propios tras permanecer en el mercado cuatro años se han multiplicado por seis. Este incremento de los recursos propios permite a las empresas triplicar las deudas y reducir el apalancamiento financiero. El ratio deuda frente activo material refleja que la capacidad de endeudamiento de las compañías ha mejorado. En cuanto al comportamiento inversor todas las medidas nos informan que las empresas tras salir al mercado siguen una actividad inversora fuerte. Tanto el Capex como el inmovilizado inmaterial suben a lo largo de los años de permanencia en el mercado.

En el caso español el beneficio antes de intereses e impuestos es negativo y significativo. Además tanto la bajada de la rentabilidad sobre el activo como la bajada de la rentabilidad sobre las ventas son estadísticamente significativas. El difícil entorno económico en el que las empresas desarrollan su actividad estando presentes en el mercado de valores parece condicionar su crecimiento. Las ventas crecen en mayor medida de lo que crece su activo pero las empresas tienen dificultades en encontrar mercados para sus productos en especial en el exterior. Las empresas muestran mayores dificultades que las francesas para captar financiación tanto por la vía del capital nuevo como por la deuda y no cambia significativamente su capacidad de endeudamiento. En cuanto a la actividad

inversora tanto el capex como el inmovilizado inmaterial informan de un comportamiento inversor menor.

Como conclusión, la salida al mercado de valores impulsa el crecimiento corporativo, pero las condiciones de partida de las empresas y la coyuntura económica en la que desarrollan su actividad cuando están en el mercado son determinantes en la magnitud y significancia de este crecimiento.

6. CONCLUSIONES

En el marco del Plan de Acción de los Servicios Financieros aprobado en 1999 en la Unión Europea, y cuyo objetivo es la constitución de un mercado paneuropeo, se han aprobado normativas que introducen mayores esfuerzos para las empresas que salen a negociar a un mercado regulado. Goergen, Khurshed, McCahery y Renneboog, (2003) manifiestan que esta consolidación de las normas europeas introduce estándares de difusión de información uniformes y fortalecidos para las ofertas públicas de títulos, entre ellos la introducción del propio documento de registro o normas contables comunes. La calidad de esta información es importante, dado que tanto los analistas como los inversores la usarán para evaluar los resultados y las perspectivas de las compañías.

Ahora bien, las regulaciones se han venido redactando sin tener en cuenta el tamaño y el poder de las compañías, de forma que las nuevas exigencias regulatorias dificultaban el acceso de las empresas más pequeñas al canal de financiación de los mercados de valores. Esta situación cambia con la transposición a las normativas nacionales, de los países pertenecientes a la Unión Europea, de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros. Las bolsas sobre la base de esta nueva directiva y, con el objetivo de minimizar los efectos de la regulación sobre las pequeñas empresas cotizadas, promueven la creación de nuevos modelos de mercados alternativos con normas operativas y organizativas propias, ajustadas a las características de las pequeñas empresas y en crecimiento. Lo que caracteriza a estos nuevos mercados es que no son mercados regulados, conforme se define en la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros, sino que son sistemas multilaterales de negociación que están sujetos a un cuerpo de normas definidas por las Bolsas que los promueven.

Entre los mercados creados se encuentran: el Alternative Investment Market (AIM) de la Bolsa de Londres, el AIM Italia-Mercato Alternativo del Capitale (MAC) creado por la Borsa Italiana, el mercado Alternext creado por Euronext, el Alternative Market (EN.A) creado por la Bolsa de Atenas, el alemán Entry Standard que crea Deutsche Börse, el irlandés Enterprise Securities Market (ESM) de la Bolsa de Irlanda, el nórdico First North creado por First North Group, el mercado español Mercado Alternativo Bursátil- Empresas en Expansión (MAB-EE) promovido por Bolsas y Mercados Españoles, el mercado polaco New Connect creado por la Bolsa de Varsovia y el Third Market creado por la Bolsa de Austria.

Estas nuevas fórmulas de mercado de valores son mercados homogéneos y no existen diferencias significativas en sus normas de admisión a negociación, ni tampoco, en las exigencias posteriores de

difusión de información que puedan influir en la decisión de las compañías de acudir a un mercado u a otro a demandar la financiación que necesiten.

El campo de estudio de esta investigación se centra en los diez mercados anteriores y tiene como objetivos: en primer lugar conocer el éxito de estas nuevas corrientes de mercados europeos en atraer y facilitar financiación a las pequeñas empresas, en segundo lugar indagar que variables de la estructura financiera y empresarial son determinantes en la captación de capital en los mencionados mercados y por último se evaluará el impacto que tienen sobre el desarrollo corporativo la captación de dinero en el momento de salir a cotizar y su permanencia posterior en el mercado.

Para comprobar el éxito de estos mercados, en atraer a las empresas para las que fueron creados, se utiliza la población de empresas que estaban negociando, en cada uno de ellos, a finales de marzo de 2014. Los resultados obtenidos muestran que a esa fecha estaban negociando 2.108 compañías y su valor de mercado era de 133.900 millones de euros.

El mercado inglés AIM destaca con diferencia tanto por el número de empresas registradas como por su valor de mercado. En el Alternative Investment Market, a finales de marzo de 2014, se encontraban cotizando el 52% de la población de compañías y a ellas correspondía el 70% de la capitalización del conjunto de los mercados. Este mercado es el mercado más antiguo y establecido de este tipo de mercados alternativos. Cuando el resto de las bolsas continentales deciden tomar su posición en el mercado de pequeña y mediana capitalización el AIM ya tiene 10 años de vida. Este hecho ha permitido que el mercado inglés se coloque en una situación ventajosa respecto al resto de sus competidores europeos.

El segundo lugar, por número de compañías registradas, le corresponde al mercado polaco New Connect con el 21% del total de los registros, pero el menor tamaño de sus empresas coloca a este mercado en los últimos lugares del ranking de la capitalización con un 2% del valor global de los mercados. Alternext, First North y Entry Standard en conjunto aportan el mismo número de empresas que el mercado polaco, 21%, pero, como sus negocios son de mayor tamaño, la aportación de cada uno de ellos al valor global de los mercados es mayor que la aportación del mercado polaco. En el resto de los mercados destaca el tamaño de las empresas del irlandés ESM que supone el 1% de la población global de empresas registradas pero el 6% de su valor de mercado. En cuanto a la dimensión internacional de estas plazas de valores, el número de empresas extranjeras en el Alternative Investment Market supone el 21% del total empresas registradas mientras que en el conjunto del resto de los mercados supone un 6% el componente internacional.

En general, el comportamiento de la salida a cotizar de las pequeñas y medianas empresas es similar en el conjunto de los nuevos mercados. Con excepción del mercado polaco, New Connect, la actividad de registros es alta hasta el 2007 y a partir de este año cae bruscamente hasta el año 2010. A partir de este año se observa una suave tendencia en la recuperación en los registros de empresas, aunque estos no alcanzan la fortaleza de los primeros años de actividad de los mercados.

Teniendo en cuenta la fecha de creación de los mercados y el número y características de las empresas registradas, esta situación de mercados europeos se podría representar en cuatro grupos: el primer grupo lo formaría el inglés AIM, el segundo grupo englobaría al mercado Alternext, al alemán Entry Standard y al nórdico First North, el tercero grupo sería el mercado polaco New Connect y el cuarto grupo lo formarían los mercados del sur de Europa, el español MAB-EE, el italiano AIM Italia-MAC y el griego ENA a los que se unen el irlandés ESM y el austriaco Third Market. Detrayendo del total de los mercados analizados la influencia del inglés AIM, en el área de “Resto Mercados” estarían presentes 1.014 empresas con un valor de mercado de 39.652 millones de euros y se repartirían: un 44% en el grupo de Alternext, First North y Entry Standard con el 54% de la capitalización, un 43% corresponderían a New Connect con el 7% de la capitalización y al grupo restante, español MAB-EE, italiano AIM Italia-MAC, griego ENA, irlandés ESM y austriaco Third Market corresponderían el 13% de las compañías y el 39% de la capitalización.

Con relación a la distribución sectorial, las principales industrias que aportan empresas a los mercados son: Actividad Industrial, Finanzas, Servicios al Consumidor y Tecnología. Comparando las dos zonas AIM y “Resto Mercados”, los valores de Tecnología y de Servicios al Consumidor tienen mayor importancia en el área “Resto Mercados” que en el mercado inglés mientras que en el AIM tienen mayor relevancia las industrias de Materias Básicas y Petróleo y Gas. En cuanto al tamaño de los negocios, la mayoría de las empresas son “Microempresas” al tener una capitalización inferior a 50 millones de euros, si bien, en el AIM todas las compañías son más grandes que las registradas en “Resto Mercados”. Mientras que las Microempresas en el caso del área de “Resto Mercados” suponen el 85% de los registros en el AIM estas representan un 67,6% del total de sus empresas.

Los resultados obtenidos muestran que en los mercados alternativos de valores creados en Europa para las pequeñas y medianas empresas, sin considerar el AIM, la actividad de registros de empresas (87%) se concentra en cuatro mercados: New Connect (43%), Alternext (18%), First North (14%) y Entry Standard (12%); cuatro son las principales industrias de las que proceden las empresas registradas: Actividad Industrial (21%); Servicios al Consumidor (19%); Finanzas (18%) y Tecnología (18%) y la mayoría de estas empresas registradas (85%) son “Microempresas”, tienen

una capitalización inferior a 50 millones de euros. En el caso del mercado polaco New Connect las “Microempresas” alcanzan al 98% de su población de forma que mientras que por número de empresas esta plaza representa el 43% del global por su capitalización representa un 7%. Caso contrario se da en el mercado irlandés ESM que teniendo un peso del 2% por empresas registradas se sitúa en la segunda posición en el ranking de la capitalización global aportando el 20% de la capitalización.

Un segundo propósito de esta investigación es comprobar el éxito de estos mercados en suministrar financiación a las pequeñas empresas. La finalidad del análisis es conocer la financiación captada por las empresas en el mercado en el momento de salir a cotizar, los costes directos de la operación de salida y el coste indirecto de la infravaloración según el precio de cierre del primer día de cotización.

En este segundo análisis el campo de estudio se centra en las OPVs realizadas en el mercado Alternext y en el MAB-EE. Se selecciona el mercado Alternext por ser la primera fórmula de este tipo de mercados que se crea en la Eurozona y porque el número de años que lleva operando, su dimensión y las características de sus empresas son similares a la vida operativa, a la dimensión y a las características de las empresas del Entry Standard y del First North. Por lo tanto, se considera que los resultados de este mercado podrían acercarse a los del mercado alemán y del nórdico. Por su parte, el número de años operativo, la dimensión del mercado español y la tipología de sus empresas se acercan más a la vida operativa, a la dimensión del resto de mercados y a las características de las empresas que en ellos se cotizan. Por ello, se considera que sus resultados podrían acercarse a los del italiano AIM Italia-MAC, del griego ENA, del austriaco Third Market y del irlandés ESM.

Con relación al mercado de OPVs de Alternext, se constata que la actividad real de Ofertas Públicas de Venta de Acciones, desde su creación en Mayo 2005 y hasta finales de Marzo 2014, fue de 108 Ofertas con las que las empresas obtuvieron 1.012 millones de euros. De estas Ofertas, 102 corresponden a las empresas que acceden a cotizar por primera vez a un mercado de valores, y 6 corresponden a empresas que se transfieren desde el mercado Marche Libre y realizan una OPV al llegar a Alternext.

La actividad de OPVs estuvo concentrada en los tres primeros años de vida del mercado, años 2005-2007. A este periodo corresponden el 72% de las Ofertas con las que las empresas captan 778 millones de euros, el 77% del efectivo aportado por el mercado. A partir del 2008, la actividad cae bruscamente llegando a cero en el ejercicio 2009 y se empieza a recuperar moderadamente a partir del ejercicio 2010. En este segundo periodo, año 2008-marzo 2014, se realizan el 28% de las OPVs y se captan 234 millones de euros un 23% de la financiación total facilitada por el mercado.

En general, las Ofertas Públicas de Venta de Acciones incluyen acciones viejas y acciones de nueva emisión y las compañías distribuyen su oferta de acciones en dos tramos: el tramo institucional al que asignan el 86% de las acciones y el tramo minorista al que asignan un 14%. Algunas empresas también destinan un tramo para los empleados, pero otras esperan a acceder al mercado para realizar una segunda operación de venta de acciones destinada a sus trabajadores. La mayoría de las emisiones contienen una cláusula para ampliar la oferta inicial, en función de cómo evolucione la demanda, (una over allotment option o Green Shoe). El importe de esta cláusula en la mayoría de las ofertas es del 15% del total acciones de la emisión. El comportamiento de la demanda es muy dinámico, supone el 469% de la oferta inicial de acciones, y la adjudicación final es un 106% de la oferta mínima de acciones. En cuanto al método utilizado para vender los valores, todas las ofertas, excepto una, utilizan el método conocido como “book building”.

Con estas emisiones, la financiación captada en el mercado alcanza a los 650,4 millones de euros que se destinan: un 7,98% para los obligacionistas por la conversión de obligaciones en acciones, un 27,75% para los accionistas por la venta de las acciones viejas y un 64,27% para la empresa por la emisión de acciones nuevas. El Ratio de Participación es el 13,07%, el Free Float se sitúa en el 27,25% y el Factor de Dilución en el 27,05%.

Las compañías captan un importe sustancial de dinero nuevo, de media, un 18,66% del valor de mercado, el primer día de negociación, del capital social registrado. Este dinero nuevo, las compañías lo utilizan en un 2,06% para reducir deuda, convierten obligaciones en acciones, y el 16,6% restante podrían utilizarlo para crecer.

Respecto al cambio en el control de las sociedades, que se pueda producir tras la realización de las OPVs, señalar que la participación de los propietarios y gestores antes de la OPV superaba el 50%, y junto con los inversores financieros controlaban de media el 95% del capital. Tras las OPVs, todos los grupos, excepto el de empleados, bajan su participación en la empresa. En el caso de los Fundadores y Gestores, que antes de la OPV tenían el 52,25% del capital, pasan a tener el 37,34%, 14 puntos menos, los inversores financieros pasan de un 43,09%, antes de la OPV, a tener un 31,46% después de la OPV, 12 puntos menos, y por último, la caída de los inversores privados es menor y pasan de tener un 3,81% a tener un 2,75%.

En cuanto al mercado español MAB-EE, la actividad real de Ofertas Públicas de Venta de Acciones desde Mayo 2008 a Marzo 2014, fue de 20 Ofertas con las que las empresas obtuvieron 82,9 millones de euros.

Una diferencia con el mercado de OPVs del mercado francés reside en el diseño de las ofertas y de su desarrollo posterior. En el mercado francés, la oferta de acciones se distribuye entre dos tipos de inversores: el inversor institucional y el inversor minorista; sin embargo, en el mercado español los destinatarios de las acciones que se venden son exclusivamente los inversores profesionales.

Por esta diferencia, las OPVs realizadas en el mercados francés tienen que atender los requerimientos de la Directiva de Folleto⁷² y el documento de la OPV que registran en el mercado es un folleto que valida el organismo regulador del mercado de valores francés la l'Autorité des Marchés Financiers-AMF. Sin embargo, las ofertas públicas de venta inicial de acciones realizadas en el MAB-EE registran el Documento Informativo de Incorporación que no requiere ser validado previamente por el organismo regulador del mercado de valores español, la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El resultado final de las operaciones españolas es un número total de acciones vendidas de 28,3 millones, todas ellas acciones de nueva emisión. Las acciones nuevas vendidas junto a las acciones en circulación, antes de realizar las ofertas, resultan en un número total de acciones registradas en el MAB-EE de 207,9 millones, cuyo valor de mercado, al precio de cierre del primer día de negociación, es de 672,5 millones de euros.

El Free Float es el 13,61% frente al 27,25% del mercado francés, el Factor de Dilución es el 15,76% frente al 27,05% francés y la financiación captada en el mercado, como ya se señaló anteriormente, alcanza a los 82,9 millones de euros frente a los 650,4 millones de euros captados por las empresas francesas.

El dinero nuevo captado en el mercado MAB-EE es de media el 12,71% del valor de mercado del capital social registrado el primer día de negociación, porcentaje inferior al del mercado Alternext del 18,66% y más cercano al porcentaje encontrado por Pagano, Panetta y Zingales (1998) en la Bolsa de Milán que fue de media un 12,9% del valor de mercado. El dinero nuevo captado en el mercado español es al 100% para los negocios.

En cuanto al cambio de control de las sociedades tras la realización de las ofertas, antes de realizar las OPVs la participación de los propietarios y gestores superaba el 50% y junto con la participación de los inversores financieros controlaban de media el 92,8% del capital. Tras las OPVs, ambos grupos bajan su participación, aunque los propietarios siguen manteniendo su participación por

⁷² No es obligatorio registrar folleto en el organismo regulador si el importe de la oferta es menor a 2,5 millones de euros, si la oferta se dirige solo a inversores cualificados, si la oferta se dirige a menos de 100 inversores por estado miembro de la UE, sin incluir los inversores cualificados o si la oferta se dirige a inversores que adquieran un mínimo de 50.000 euros cada uno.

encima del 50% y los inversores financieros mantienen una participación relevante por encima del 20%. La participación del inversor privado gana importancia, como consecuencia de las acciones emitidas en las OPVs, pasando de representar un 6,3% a representar el 19,9%. Por último, los empleados mantienen su participación en el capital de las compañías.

Comparando los dos mercados de OPVs, se observa que el tamaño medio de la OPV realizada en el mercado francés, de 9,8 millones de euros, duplica al tamaño medio de la OPV realizada en el mercado español, de 4,1 millones de euros. Como consecuencia de esto, los costes directos de salir a cotizar en el mercado francés son la mitad de los costes directos de salir a cotizar al mercado MAB-EE. Así, mientras que en el mercado francés el coste directo de salir a cotizar es el 7,7% de los recursos captados en la OPV en el caso español este coste se lleva el 14,45% de los recursos captados en la OPV. En ambos mercados, más del 64% de los costes directos de salir a cotizar se derivan de la entidad aseguradora de las ofertas, cuya cuota en el caso francés es del 5% de los ingresos mientras que en el español es del 9,26%.

Para comprobar si el menor tamaño de las OPVs españolas se deriva de la coyuntura económica del ejercicio 2009, en el que el MAB-EE inicia sus operaciones, se estudian las OPVs realizadas en el mercado francés a partir del ejercicio 2008 y se constata, de nuevo, el mayor tamaño de las operaciones francesas (nº de OPVs: 14, tamaño medio: 8,03 millones de euros).

La OPV tiene unos costes fijos significativos y se comprueba la existencia de un efecto tamaño en los costes directos de salir a cotizar. Cuanto mayor es el tamaño de la OPV menor es el porcentaje de estos costes sobre los recursos captados en la oferta. Este resultado coincide con Torstila (2001), Oxera (2006) y Kaserer y Schiereck (2007) en cuanto a que la mayoría de los costes asociados a la captación de capital en los mercados de valores caen en proporción al tamaño de la emisión.

Otra diferencia a destacar entre ambos mercados es el coste indirecto de la infravaloración, que es mayor en Alternext que en el MAB-EE. Las empresas según se desprende de sus principales variables de balance y de la cuenta de resultados no tienen diferencias significativas, ni en tamaño ni en antigüedad. También desarrollan su actividad en un mismo espacio normativo, la Unión Europea, y salen a cotizar a dos mercados que nacen sobre la base de la misma norma comunitaria, la Directiva MIFID. Por lo tanto, no parece que el riesgo de las empresas o de los mercados explique la mayor infravaloración del mercado francés.

Esta mayor infravaloración se explica por la situación del mercado de OPVs y del mercado de valores en general del momento en el que las empresas deciden realizar sus ofertas. Con relación al mercado de OPVs, Ritter (1984) comprueba que un periodo de emisión alcista se caracteriza por altos

volúmenes de emisión de OPVs y altos rendimientos, un periodo de emisión bajista se caracteriza por volúmenes de emisión bajos y bajos rendimientos y el paso de un periodo alcista a uno bajista se caracteriza por volúmenes importantes de OPVs y rendimientos más bajos. Con relación a las condiciones del mercado de valores en su conjunto Hanley (1993); Derrien y Womack (2000) encuentran que un incremento del índice del mercado incrementa la infravaloración. En el caso francés el 72% de las OPVs acceden a cotizar antes del año 2008 y de ellas el 67% salen en los ejercicios 2005 y 2006 en los que la evolución del índice CAC-40 de Euronext París era creciente. Esta tendencia creciente, tanto del mercado de emisión de OPVs como del índice CAC-40 del mercado Euronext, cambia de signo a partir de mediados del ejercicio 2007.

El tercer examen de esta investigación es descubrir qué efectos tiene, sobre el desarrollo de la estructura financiera y empresarial, la captación de dinero en un mercado alternativo de valores europeo y la permanencia posterior cotizando. A este respecto, como primer objetivo se identifica la estructura de las empresas el año anterior a su salida al mercado alternativo, para conocer: si son empresas jóvenes o, si por el contrario, son empresas que ya tienen una trayectoria empresarial, para conocer su tamaño, su estructura financiera, su empleo y su rentabilidad. A continuación, se investiga sobre que variables empresariales son determinantes en la captación de capital y por último, se comprueba el impacto que tiene, sobre la estructura financiera y empresarial, la captación de recursos y la permanencia de las compañías en el mercado.

Con relación al primer objetivo, los resultados obtenidos en la investigación muestran que las empresas son jóvenes, aunque no son empresas de nueva creación. Su edad se acerca a la encontrada en los mercados europeos “Euro NMs” por Botazzi y Da Rin (2002), Goergen, Khurshed, McCahery y Renneboog (2003), Giudici y Roosenboom(2004) y Goergen, Khurshed and Renneboog (2006). En comparación con las empresas que salen a cotizar a los mercados de valores de US, la edad de las empresas de Alternext y del MAB-EE supera a la encontrada por Ritter (1991)⁷³, Gompers (1996)⁷⁴ y Mikkelsen, Partch y Shah (1997)⁷⁵.

Con relación al tamaño, las empresas españolas, tanto por su valor del activo como por su cifra de empleo, cuando acceden al MAB-EE, son más grandes que las empresas francesas y están más apalancadas. La cifra de ventas es menor, pero hay que tener en cuenta la influencia de la coyuntura económica más difícil del momento en el que las empresas españolas salen al mercado. Mientras que,

⁷³ Ritter (1991) comprueba en una muestra de 1526 OPVs realizadas entre 1975 y 1984 en el mercado AMEX y en la NYSE que la edad mediana de las compañías es de 6 años.

⁷⁴ Gompers (1996) en una muestra de 433 OPVs respaldadas por una sociedad de inversión y realizadas en US entre 1978 y 1987 comprueba que la edad mediana de las compañías es de 5 años.

⁷⁵ Mikkelsen, Partch y Shah (1997) comprueban en una muestra de 283 OPVs realizadas en US entre 1980 y 1983 que la edad mediana de las compañías es de 5 años.

el 76% de las empresas francesas salen a cotizar antes del ejercicio 2009 el 100% de las españolas salen a cotizar a partir de ese año. La influencia de esta difícil coyuntura económica se constata cuando se analiza la muestra de 15 empresas francesas, que acceden al mercado a partir del año 2008, conjuntamente con la muestra de empresas españolas. En este caso, la cifra de ventas se acerca en ambos mercados.

En cuanto a las exportaciones, en los dos mercados algunas empresas ya tienen un mercado exterior para sus productos y en ninguno la actividad investigadora es fuerte.

Por lo que respecta a la situación financiera, todas las empresas tienen su capacidad de crédito al límite, pero la situación es más difícil en las empresas españolas que en las empresas francesas. En lo tocante a la estructura de la deuda, también hay diferencias destacables. En primer lugar, a las empresas francesas parece que les cuesta más captar financiación a largo plazo de lo que les cuesta a las empresas españolas; el peso de la deuda a largo francesa se sitúa en el 16,87% mientras que en el mercado español alcanza el 43,29% del total deudas. En segundo lugar, en las empresas españolas es relevante el peso de la deuda bancaria sobre la deuda total tanto a corto como a largo mientras que en las francesas su importancia es menor.

En los dos mercados las ventas, el activo y el empleo tienen tasas de crecimiento altas y su rentabilidad es baja. Esta imagen es el reflejo de que las empresas necesitan dinero para crecer pero que se enfrentan a restricciones del crédito. Precisamente, captar financiación en el mercado, para financiar la aceleración del crecimiento, es la razón, por la que deciden salir a cotizar, citada por el 89% de las empresas francesas y el 100% de las españolas.

El segundo objetivo en este apartado de la investigación es comprobar que influencia tienen, a la hora de captar financiación en el mercado, determinadas variables empresariales y el comportamiento de los principales accionistas de la compañía en la OPV.

Para ello, a través de un modelo de regresión, se comprueba la influencia que tienen las siguientes variables: la edad y las ventas como medida de la madurez y del tamaño de la compañía, el crecimiento de las ventas y el ratio “beneficio antes de intereses e impuestos respecto del activo medio” como medidas de la situación de los negocios, el apalancamiento financiero como medida de las tensiones financieras y la participación que mantienen, en el capital social de las compañías, los propietarios y los inversores institucionales después de salir a cotizar, como medida de la confianza que tienen en el negocio de sus empresas.

Los resultados de la regresión muestran que las empresas más jóvenes y pequeñas son las que más dinero captan. La edad muestra una relación negativa con la captación del dinero, de manera que

cuantos menos años tienen las empresas más dinero captan. Sin embargo, la influencia de esta variable en la captación de capital por parte de la muestra de empresas seleccionada, no es estadísticamente significativa. Este resultado, en cuanto a su signo negativo, es coincidente con el encontrado en los anteriores Euro NMs por Botazzi y Da Rin (2002) pero no, en cuanto a su significancia estadística. En la muestra de empresas estudiadas por ellos la edad también resultó ser un determinante significativo. Quizás, el tamaño de la muestra de las empresas franco-españolas puede ser una razón que explique este diferente resultado entre ambos estudios. El universo de estudio conformado por los mercados alternativos franco-españoles es más reducido (69 individuos) que el utilizado por Botazzi y Da Rin (2002) en su estudio(353 individuos).

Por su parte, el coeficiente parcial de las ventas en la regresión es negativo y estadísticamente significativo, de forma que, cuanto menor tamaño tiene la compañía más dinero capta en el mercado. Además, el dinamismo de las ventas, de los dos años anteriores a salir a cotizar, también atrae a los inversores a participar en la OPV. El crecimiento de las ventas resulta ser una variable significativa en la captación de financiación, ya que el signo de su coeficiente es positivo y significativo. Este resultado coincide con el encontrado por Botazzi y Da Rin(2002) en el anterior mercado francés Nouveau Marché y en el alemán Neuer Markt y por Pagano, Panetta y Zingales (1998) en la muestra de OPVs realizadas en la Bolsa de Milán.

Con relación al apalancamiento financiero, se confirma el argumento de que el mercado de valores es una vía alternativa para captar financiación aunque esta variable no es un determinante estadísticamente significativo. Estos resultados también confirman los encontrados por Botazzi y Da Rin (2002) y Pagano, Panetta y Zingales (1998).

En cuanto a la rentabilidad de la empresa, los resultados de la regresión constatan el argumento de que la situación sana de los negocios despierta el interés de los inversores y acuden a comprar en la OPV. El signo del coeficiente de esta variable es positivo y estadísticamente significativo. Estos resultados también coinciden con los encontrados en las OPVs italianas estudiadas por Pagano, Panetta y Zingales (1998).

Por último, la permanencia del propietario y de los inversores institucionales en el accionariado de la compañía, después de realizar la OPV, no resulta ser determinante a la hora de captar dinero en el mercado. El signo del coeficiente de las variables propietario e inversor institucional son negativos y estadísticamente significativos. Este resultado también coincide con Botazzi y Da Rin (2002) en lo referente al signo de los coeficientes pero no en lo referente a su significancia estadística, en su caso solo es significativa la variable propietario. Sin embargo, el resultado obtenido es contrario al encontrado en Meggison y Weiss (1991) para US, en cuanto a que la permanencia de una sociedad de

inversión en el accionariado es una certificación de la calidad de la empresa, que reduce el coste de la infravaloración y, como consecuencia, se incrementa el dinero captado en la OPV. A este respecto, Torstila (2001) escribe que las sociedades de inversión europeas probablemente no ejerzan el efecto de certificación de calidad, encontrada en US, debido a su menor tamaño.

Sin embargo, el resultado de la regresión sobre el comportamiento de los principales accionistas en la OPV confirma a Habit y Ljungqvist (2001) en cuanto a que: la participación de los accionistas vendiendo sus acciones en la OPV incrementa la participación de los inversores y por ello los recursos captados en el mercado.

En resumen, los resultados del análisis de regresión muestran que en las OPVs realizadas en Alternext y MAB-EE el tamaño, el crecimiento de las ventas y la rentabilidad de los negocios son variables determinantes y significativas en la captación de recursos en el mercado. La edad y el apalancamiento financiero influyen en la captación de capital, pero su impacto no es significativo. Por último, la permanencia de los principales accionistas de la compañía, después de realizar la OPV, no resulta ser una variable que influya en la captación de dinero, de la muestra de empresas analizadas, en estos dos mercados.

Para finalizar este apartado de la investigación, se evalúa el impacto que tienen, sobre la estructura financiera y empresarial de las compañías de Alternext y MAB-EE, la captación de dinero en las OPVs y su permanencia posterior en el mercado durante un periodo de cuatro años.

Los resultados del análisis muestran que todas las empresas crecen, de manera que las empresas francesas pasan de ser empresas pequeñas a ser empresas de tamaño mediano y en el caso de las empresas españolas pasan de estar en el límite inferior del tramo mediano al punto medio de este tramo. Las empresas españolas salen al mercado en un momento de difícil entorno económico lo que se refleja en la evolución de sus ventas los primeros años de cotización y en la evolución oscilante, a lo largo del periodo de cuatro años de cotización, del resto de las variables españolas.

En ambos mercados, las empresas antes de salir a cotizar están muy apalancadas y sus ratios financieros son altos. Tras permanecer cuatro años en el mercado captan tanto deuda como recursos propios lo que les permite mejorar sus ratios.

Por lo que respecta a la rentabilidad, en las empresas francesas cae de forma constante a lo largo del periodo y en las españolas su evolución es más incierta, aunque detrayendo el comportamiento atípico y puntual de alguna de las empresas de la muestra, la rentabilidad del resto de las empresas sigue una tendencia bajista.

La situación de partida y la evolución posterior en el mercado de las empresas franco españolas coinciden con lo encontrado por Botazzi y Da Rin (2000) en los anteriores mercados europeos: Neuer Markt de Alemania, Nouveau Marché de Francia y Nuevo Mercato de Italia. Con relación a la caída de la rentabilidad también coincide con Mikkelsen, Partch y Shah (1997) y Pagano, Panetta y Zingales (1998).

Para comprobar si el cambio en el valor de las variables empresariales, tras cuatro años de cotización, son estadísticamente significativos se utiliza la prueba de rangos con signo de Wilcoxon. Los resultados obtenidos constatan que, excepto el cambio en el beneficio antes de intereses e impuestos, los cambios que se producen en el resto de las variables, tras salir a cotizar al mercado, son estadísticamente significativos.

En el caso francés, el beneficio antes de intereses e impuestos se duplica pero su cambio no es significativo. Sin embargo, mientras que la bajada de la rentabilidad sobre el activo es estadísticamente significativa, la bajada de la rentabilidad sobre las ventas es menor y no significativa. Por lo tanto, parece que las empresas no se vuelven menos rentables porque bajen las ventas sino más bien porque estas ventas no suben al mismo ritmo que lo hacen los activos. Este resultado coincide con Botazzi y Da Rin (2002) quien señala que una posible interpretación de este resultado es que la comercialización de los productos lleva tiempo y las compañías todavía no han recogido los frutos de las nuevas inversiones. La estructura de capital también cambia notablemente. Las compañías captan en el mercado importantes cantidades de capital nuevo que les permite mejorar sus ratios financieros. El ratio deuda frente activo material refleja que la capacidad de endeudamiento de las compañías ha mejorado. En cuanto al comportamiento inversor las empresas tras salir al mercado siguen una actividad inversora fuerte y tanto el capex como el inmovilizado inmaterial suben a lo largo de los años de permanencia en el mercado.

En el caso español el beneficio antes de intereses e impuestos es negativo y significativo. Además, tanto la bajada de la rentabilidad sobre el activo como la bajada de la rentabilidad sobre las ventas son estadísticamente significativas. El difícil entorno económico en el que las empresas desarrollan su actividad, tras acceder al mercado, parece condicionar su crecimiento. Las ventas crecen en mayor medida de lo que crece su activo, pero las empresas tienen dificultades en encontrar mercados para sus productos, en especial, en el exterior. Las empresas muestran mayores dificultades que las francesas para captar financiación tanto por la vía del capital nuevo como por la deuda y no cambia significativamente su capacidad de endeudamiento. En cuanto a la actividad inversora, tanto el capex como el inmovilizado inmaterial informan de un comportamiento inversor menor.

Como conclusión, la salida al mercado de valores impulsa el crecimiento corporativo pero las condiciones de partida de las empresas y la coyuntura económica en la que desarrollan su actividad cuando están en el mercado son determinantes en la magnitud y significancia de este crecimiento.

Estos resultados se suman y extienden el conocimiento de los mercados de valores europeos. La aportación de este estudio radica en que estamos en un entorno normativo diferente. Los estudios anteriores de los mercados de valores europeos se centran en mercados regulados frente a los nuevos mercados alternativos de valores, que son sistemas multilaterales de negociación, que las bolsas promueven como un nuevo canal de financiación más adaptado a las características propias de las pequeñas y medianas empresas. Estos sistemas multilaterales de negociación nacen impulsados por una nueva regulación la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 (acrónimo en inglés MIFID). Además en este estudio los valores de partida son los del balance de las compañías de dos años antes de salir al mercado a cotizar y para ver su evolución se consideran cuatro años después de permanencia en el mercado. Los estudios anteriores, en general, consideran como valor base el publicado por las empresas en el folleto que registran el año de la OPV y para analizar la evolución de las variables de balance consideran un periodo de dos años de presencia en el mercado.

Para futuras investigaciones sería interesante comprobar el efecto en la captación de dinero en la OPV y su repercusión sobre la estructura financiera y empresarial del doble registro de las empresas del mercado irlandés Enterprise Securities Market-ESM. Estas empresas están registradas en el mercado irlandés pero también en el Alternative Investment Market de la Bolsa de Londres. Teniendo en cuenta además, que la divisa que se cruza en el AIM es la Libra mientras que en el ESM se cruza el Euro, otra línea de investigación sería comprobar cómo afecta la variable tipo de cambio en la evolución del precio de la acción en cada uno de los dos mercados.

Para finalizar, también sería de interés comprobar la evolución de las participaciones de los accionistas antes de realizarse la OPV una vez transcurrido el primer año de cotización en el MAB-EE. Las normas del MAB-EE obligan a los principales accionistas a mantener sus participaciones durante el año siguiente al de acceder al mercado, Bolsas y Mercados españoles (2010) Circular 5-segundo- 1. Sin embargo, aunque el 100% de las compañías señalan que salen al mercado a captar financiación para crecer, el 81% de los negocios también citan que salen al mercado para dotar de liquidez a las acciones. Para comprobar cuál de los dos deseos influye más en la decisión de salir a cotizar habría que investigar la evolución de las participaciones de los accionistas, antes de realizarse la OPV, una vez transcurrido el primer año de cotización en el MAB-EE.

BIBLIOGRAFÍA

Aggarwal, R. y Angel, J.J. (1997) The rise and fall of the AMEX Emerging Company Marketplace, Georgetown University.

Aggrawal, R., Prabhala, N. y Puri, M. (2002) Institutional Allocation in Initial Public Offerings: Empirical Evidence, *Journal of Finance* 57, pp. 1421-1442.

Aggarwal, R., Krigman, L. y Womack, K. (2002) Strategic IPO Underpricing, Information Momentum and Lock-up Expiration Selling, *Journal of Financial Economics*, 66, 105-137.

Altinkihc, O. y Hansen, R. (2000), “Are There Economies of Scale in Underwriting Fees? Evidence of Rising External Financing Costs”, *The Review of Financial Studies*, 13, Nº 1, pp. 191-218.

Alvarez, S. y Gonzalez, V. (2005) Signalling and the Long-run Performance of Spanish Initial Public Offerings (IPOs), *Journal of Business Finance & Accounting* 32, 325-350.

Angel, J.J. (1997) How best to supply liquidity to a Small-Capitalization Securities Market, Georgetown University.

Arcot, S., Black, J. y Owen G. (2007) From Local to Global: The rise of AIM as a stock market for growing, The London School of Economics and Political Science (LSE).

Armitage, S. (2000) The direct costs of UK rights issues and open offers, *European Financial Management* 6, p 62.

Athens Exchange S.A. (2007) Alternative Market (EN.A.) Brief Informative Leaflet Version 1.0, www.athex.gr.

Athens Exchange S.A. (2008-2010-2014) ENA Monthly statistical bulletins www.athex.gr/newmarkets the Alternative Markets EN.A/statistics.

Athens Exchange S.A.(2013) Alternative market, operating rules, www.helex.gr.

Audretsch, D. (1995) Innovation, Growth, and Survival, *International Journal of Industrial Organization*, 13 (4), 441-57.

Baena, N. (2002) La Regulación del Abuso de Mercado en Europa y Estados Unidos, Dirección de Estudios, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Monografías Nº 1 2002.

Banco de España (2014) Cambios Oficiales del euro del Banco Central Europeo www.bde.es/estadisticas.

- Barber, B. y Lyon, J. (1999), Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test Statistics, *Journal of Financial Economics*, 41 (2), 359-99.
- Barry, C., Muscarella, J.C. y Vetsuypens, R.M. (1991) Underwriter warrants, underwriter compensation, and the costs of going public. *Journal of Financial Economics* 29, 113-135.
- Beatty, R.P. y Ritter, J.R. (1986) Investment banking, reputation and the underpricing of initial public offering, *Journal of Financial Economics* 15, 213-232.
- Beatty, R.P. y Welch, I. (1996) Issuer expenses and legal liability in initial public offerings, *Journal of Law and Economics*, 39, 545.
- Benveniste, L. y Spindt, P. (1989) How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues, *Journal of Financial Economics* 24, 343-361.
- Benveniste, L. Busaba, W. y Wilhelm, W. (2002): Information externalities and the role of underwriters in primary equity markets, *Journal of Financial Intermediation* 11, 61-86.
- Berger, A.N. y Udell, G.F. (1998), "The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle", *Journal of Banking & Finance*, 22 (6-8), 613-673.
- Bolsas y Mercados Españoles (2000) El ahorro y los mercados financieros- Situación actual y perspectivas. Módulo II pto. 4: El comportamiento financiero de las empresas; Módulo III pto. 5: La empresa española ante el mercado español, www.bolsasymercados.es.
- Bolsas y Mercados Españoles (2005) Nuevas Reglas de Juego para la Industria Financiera Bolsa de Madrid Agosto-Septiembre 2005
- Bolsas y Mercados Españoles (2006) El MAB, un mercado diferente. *Revista Mensual de Bolsas y Mercados Españoles* Nº 152 Pag: 14-27.
- Bolsas y Mercados Españoles (2007) Empresas españolas con potencial de cotización en los mercados, Crespo, García y Crecente *Revista Mensual de Bolsas y Mercados Españoles* Nº 164 Pag. 22-27.
- Bolsas y Mercados Españoles (2007) Nace el Mercado Alternativo Bursátil para Empresas en Expansión. *Revista Mensual de Bolsas y Mercados Españoles* Nº 164 Pag: 12-21.
- Bolsas y Mercados Españoles (2008) Características y Tipología de Empresas en el Mercado Alternativo, *Revista Mensual de Bolsas y Mercados Españoles* Nº 178 Pag: 30 y 31.

Bolsas y Mercados Españoles (2008) Normativa Mercado Alternativo Bursátil, Circular 1/2008; Circular 2/2008; Circular 3/2008; Circular 4/2008; Circular 1/2008 de Iberclear; Circular 2/2007, www.bolsasymercados.es/mab.

Bolsas y Mercados Españoles (2009) calendario de sesiones y horario del segmento de negociación de acciones de empresas en expansión en el Mercado Alternativo Bursátil, Instrucción Operativa 4/2009, www.bolsasymercados.es/mab.

Bolsas y Mercados Españoles (2010) Circulares del Mercado Alternativo Bursátil en su configuración como Sistema Multilateral de Negociación, Instrucción Operativa 12/2010, www.bolsasymercados.es/mab.

Bolsas y Mercados Españoles (2010) Requisitos y procedimiento aplicables a la incorporación y exclusión en el mercado alternativo bursátil de acciones emitidas por empresas en expansión, Circular 5/2010, www.bolsasymercados.es/mab.

Bolsas y Mercados Españoles (2010) Normas de contratación de acciones de empresas en expansión a través del mercado alternativo bursátil, Circular 7/2010.

Bolsas y Mercados Españoles (2010) Información a suministrar por empresas en expansión incorporadas a negociación en el mercado alternativo bursátil, Circular 9/2010, www.bolsasymercados.es/mab.

Bolsas y Mercados Españoles (2010) Asesor Registrado en el MAB, Circular 10/2010, www.bolsasymercados.es/mab.

Bolsas y Mercados Españoles (2011) (2010) Tarifas aplicables en el Mercado Alternativo Bursátil, Circular 3/2011 y Circular 13/2010, www.bolsasymercados.es/mab.

Bolsas y Mercados Españoles (2011) Requisitos y procedimientos aplicables a los aumentos de capital de entidades cuyas acciones estén incorporadas a negociación al Mercado Alternativo Bursátil, Circular 1/2011, www.bolsasymercados.es/mab.

Bolsas y Mercados Españoles (2013) Mercado Alternativo Bursátil, Reglamento General, www.bolsasymercados.es/mab.

Bolsas y Mercados Españoles (2013) Procedimientos de supervisión del Mercado Alternativo Bursátil, Circular 1/2013, Circular 12/2010, www.bolsasymercados.es/mab.

Bolsas y Mercados Españoles (2014) Miembros y Entidades Participantes en el Mercado Alternativo Bursátil, Circular 3/2014, www.bolsasymercados.es/mab.

Booth y Smith (1986) Capital raising, underwriting and the certification hypothesis, *Journal of Financial Economics* 15, 261-281.

Borsa Italiana (2007) Avvio del Mercato Alternativo del Capitale – Alternative Capital Market: kick-off, AVVISO n.12477, www.mercatoalternativocapitale.it.

Borsa Italiana- London Stock Exchange Group (2008) Regolamenti AIM Italia – Data di entrata in vigore: 1/12/2008 – AIM Italia market rules: entry into force on December 1, 2008, AVVISO n.21072, www.mercatoalternativocapitale.it.

Borsa Italiana- London Stock Exchange Group (2009) Regolamento del Mercato Alternativo del Capitale, www.mercatoalternativocapitale.it.

Borsa Italiana- London Stock Exchange Group (2012) AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale Regolamento Emittenti- 1º marzo 2012, www.mercatoalternativocapitale.it.

Borsa Italiana- London Stock Exchange Group (2014) AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale, Rules for Companies, www.mercatoalternativocapitale.it.

Borsa Italiana- London Stock Exchange Group (2014) AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale, Rules for Nominated Adviser , www.mercatoalternativocapitale.it.

Borsa Italiana- London Stock Exchange Group (2014) AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale, Membership and Trading Rules, www.mercatoalternativocapitale.it.

Borsa Italiana- London Stock Exchange Group (2014) AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale, Disciplinary Procedures and Appeals Handbook, www.mercatoalternativocapitale.it.

Borsa Italiana (2014) Borsa Italiana- Borsa Shares-Capitalisation- 31 March 2014, [www.borsaitaliana.it/analysis and statistics/historical statistics](http://www.borsaitaliana.it/analysis%20and%20statistics/historical%20statistics).

Bottazzi, L. y Da Rin, M. (2002) Europe's 'New' Stock Markets. IGIER, Working Paper n. 218 IGIER.

Brenan, M. J. y Franks, J. (1997) Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK, *Journal of Financial Economics* 45, 391-414.

Carter, R. y Manaster, S. (1990) Initial Public Offerings and Underwriter Reputation, Journal of Finance 45, 1045-1067.

Chahine, S. (2004), “Underpricing versus Gross Spread: New Evidences on the Effects of Sold Shares at the Time of IPOs”, Working Paper American University of Beirut.

Chen, H. y Ritter, J. (2000) The seven percent solution, forthcoming in Journal of Finance 3, 1105-1131.

Comisión de las Comunidades Europeas (2003) Recomendación de la Comisión de 6-5-2003 sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas.

Comisión de las Comunidades Europeas (2003) Directiva 2003/124/CE de la Comisión, a efectos de la aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación del mercado, Diario Oficial de la Unión Europea L 339/70 24/12/2003.

Comisión de las Comunidades Europeas (2004) Directiva 2004/ 72/CE de la Comisión , a efectos de aplicación de la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las prácticas de mercado aceptadas, la definición de información privilegiada para los instrumentos derivados sobre materias primas, la elaboración de listas de personas con información privilegiada, la notificación de las operaciones efectuadas por Directivos y la notificación de las operaciones sospechosas, Diario Oficial de la Unión Europea L 162/70 30/4/2004.

Comisión de las Comunidades Europeas (2004) Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo, Diario Oficial de la Unión Europea, L145-1/44 del 30-4-2004.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2010) Circular 2/2010, de 28 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre valores y otros instrumentos de naturaleza financiera codificables y procedimientos de codificación, BOE 237 de 30 de septiembre de 2010 pag 83172, www.cnmv.es.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2010) Norma Técnica 1/2010, de 28 de julio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en sus funciones de codificación de valores negociables y otros instrumentos de naturaleza financiera, sobre estructura de los códigos, BOE nº 237 de 30 de septiembre de 2010 pag 83658, www.cnmv.es.

Crespo, J.L. y Garcia, A. (2007) Empresas Españolas con Potencial de Cotización en los Mercados. Bolsa- Revista Mensual de Bolsas y Mercados Españoles N° 164 Pag: 22-27.

Degeorge, F. y Zeckhauser, R. (1993) The reverse LBO decision and firm performance: Theory and Evidence Journal of Finance 48, 1323-1348.

Derrien, F. y Womack, K.L. (2000), “Auctions vs. Bookbuilding and the Control of Underpricing in Hot IPO Markets”, working paper Tuck School of Business and Dartmouth College.

Derrien, F. y Kecskés, A. (2007), “The Initial Public Offerings of Listed Firms”, The Journal of Finance- Vol. LXII, N° 1, February 2007, pp.447-479.

Deutsche Börse Group (2005) Deutsche Börse Repositions the Regulated Unofficial Market www.deutsche-boerse.com.

Deutsche Börse Group (2007) Entry Standard Tailor-Made Capital Market Access for Small and Mid-Caps www.deutsche-boerse.com.

Deutsche Börse Group (2007) General Terms and Conditions for the Regulated Unofficial Market on the Frankfurt Stock Exchange. www.deutsche-boerse.com.

Deutsche Börse Group (2008) From Trading Floor to Electronic Marketplace. www.deutsche-boerse.com.

Deutsche Börse Group (2010) Sector Indices <http://www.boerse-frankfurt.de/EN/index.aspx?pageID=44&NewsID=255>.

Deutsche Börse Group (xxxx) FAQ list for the Open Market / Entry Standard (on the DBAG website) www.deutsche-boerse.com.

Deutsche Börse AG (2013) General Terms and Conditions of Deutsche Börse AG for the regulated unofficial market on Frankfurter Wertpapierbörse (Open Market), www.deutsche-boerse.com.

Deutsche Börse AG (2013) Guideline for Trading Participants in Exchange EDP Electronic Trading, Xetra Deutsche Börse Group, www.deutsche-boerse.com.

Deutsche Börse AG (2014) EU-regulated market: General Standard for shares and Prime Standard for shares. Open Market: Entry Standard for shares. Main prerequisites for admission or inclusion and follow-up obligations, www.deutsche-boerse-cash-market.com.

Diamond, W.D. (1989) Reputation Acquisition in Debt Markets, Journal of Political Economy, 97, nº 4.

Dow Jones y FTSE (2008) ICB Industry Classification Benchmark, Industry Structure and Definitions www.icebenchmark.com.

Edison Investment Research (2010) Market overview and review of companies listed on NYSE Alternext - the international market tailor-made for small and mid_caps www.euronext.com/nysealternext/stocks/publications.

Euronext N.V. (2006) (2008) (2009) (2010) Alternext Rules y sus modificaciones posteriores www.euronext.com/alternext.

Euronext(2010) Cash market – Monthly Statistics 31-12-2010 www.euronext.com/alternext/marketinformation/statistics/equities/per region.

Euronext (2014) Euronext Monthly Cash-March 2014 www.euronext.com/statistics/statistics per period-monthly/cash market-monthly statistics.

Euronext (2014) Alternext Market Rules Book, www.euronext.com/regulation/alternext

European Private Equity&Venture Capital Association- EVCA (2005) Fullfiling the Promise of Venture-backed High Potential Companies- Why we need to fix Small Cap Markets in Europe. EVCA High Tech Committee Paper, www.evca.com.

Federation of European Stock Exchanges (1999): The importance of Parallel Markets in Europe; a study from the statistics sub-committee of the Federation of Stock Exchanges in the EC/Federation of European Stock Exchanges-Bruxelles, 1999 85p.; 30cm; April 1999.

Federation of European Securities Exchanges-FESE, (2008) “Alternative” Markets/Segments in equity analysis FESE Economics and Statistics Committee.

Federation of European Securities Exchanges-FESE, (2008) Is the global dimension sufficiently taken into account? “From regional to global: the implications of the transatlantic exchange consolidation going forward” Judith Hardt (FESE).

Federation of European Securities Exchanges-FESE, (2010) Fese statistics methodology January 2010 Version 5.2 (FESE).

Federation of European Securities Exchanges-FESE, (2008) European Exchange Report, www.fese.com.

Federation of European Securities Exchanges-FESE, (2014) European Exchange Report, www.fese.com.

Francis, B. y Hasan, I. (2001) The underpricing of venture and non venture capital IPOs: An empirical investigation, *Journal of Financial Services Research*, 19, 93-113.

Frankze (2004) Underpricing of venture-backed and non-venture backed IPOs: Germany's Neuer Markt, *Advances in Financial Economics*, 10, Elsevier, UK.

Giudici, G. y Roosenboom, P. (2004), "Pricing Initial Public Offerings on 'New' European Stock Markets", in G. Giudici and P. Roosenboom (eds).

Goergen, M., Khurshed, A., McCahery, J.A. y Renneboog, L. (2003), "The Rise and Fall of the European New Markets: on the Short and Long-run Performance of High-tech Initial Public Offerings", ECGI Finance Working Paper N°. 27/2003, September 2003, in J. McCahery and L. Renneboog (eds), *Venture Capital Contracting and the Valuation of High Technology Firms*, Oxford University Press.

Goergen, M., Khurshed, A. y Renneboog, L. (2006), "Why are the French so different from the Germans? Underpricing of IPOs on the Euro New Markets", ECGI, Finance Working Paper N°. 122/2006, April 2006.

Gompers, P. (1996) Grandstanding in the venture capital industry, *Journal of Financial Economics* 42, 133-156.

Graham M. y 14 autores más (2006) *A Practitioner's Guide to The AIM Rules*, City & Financial Publishing.

Grant Thornton (2010) Economic impact of AIM and the role of fiscal incentives, AIM London Stock Exchange www.londonstockexchange.com/aim, www.grant-thornton.co.uk.

Habib, M. A. y Ljungqvist, A. P. (2001), "Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs: Theory and Evidence", *The Review of Financial Studies*, Vol. 14, N° 2 (Summer, 2001), pp. 433–458.

Hanley, K.W. (1993), "The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon", *Journal of Financial Economics*, 34, pp. 231-250, North-Holland.

Hansen, R. (2001) Do investment banks compete in IPOs? The advent of the 7% plus contract" *Journal of Financial Economics* 59, pp 313-346.

Hoffmann-Burchardi, U. (2001), “Clustering of initial public offerings, information revelation and underpricing”, *European Economic Review*, 45, pp. 353-383.

Instituto de Consejeros –Administradores IC-A (2004) Principios de Buen Gobierno Corporativo.

Irish Stock Exchange (2007) (2014) ESM Rules for Companies, www.ise.ie.

Irish Stock Exchange (2007) (2014) Rules for Enterprise Securities Market Advisers, www.ise.ie.

Irish Stock Exchange (2014) Rules of the Irish Stock Exchange plc www.ise.ie.

Irish Stock Exchange (2014) Monthly Report - March 2014, www.ise.ie.

ISO (2010) Normas Internacionales y “normas privadas”, www.iso.org/iso/private_standards.

Jain, B. y Kiny, O. (1994) The post issue operating performance of IPOs firms, *Journal of Finance*, 49 1699-1726.

James, C. (1992) Relationship-specific assets and the pricing of underwriting services, *Journal of Finance*, 47, 1865-1885.

Kaserer, C. y Bühner, T. (2002) The structure of external financing cost and the economies of scale view-New evidence from seasoned equity offerings in Germany, *European Financial Management* 8, 315-338.

Kaserer, C. y Schiereck, D. (2007) Going Public and Being Public - A Global Comparison of the Impact of the Listing Decision on the Cost of Capital, Technische Universität München European Business School, www.ifm.wi.tum.de, www.cefs.de.

www.ebs.de, www.deutsche-boerse.com/listing/articles and studies.

Krigman, L., Shaw, W. y Womack, K. (1999) Why do firms switch underwriters? *Journal of Financial Economics*, forthcoming.

L'Assemblée Nationale et le Sénat (2009) LOI n° 2009-1255 du 19 octobre 2009 tendant à favoriser l'accès au crédit des petites et moyennes entreprises et à améliorer le fonctionnement des marchés financiers, www.legifrance.gouv.fr.

La ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi-France (2009) Arrêté du 4 novembre 2009 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, NOR: ECET0924194A Journal officiel du 13 novembre 2009.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. Vishny, R. (1997), 'Legal determinants of external finance', *Journal of Finance* 52, 1131-1150.
- Lee, I., Lochhead, S. y Ritter, J. (1996) The cost of raising capital, *Journal of Financial Research* 19, 59-74.
- Lee, P. y Wahal, S. (2004) Grandstanding, certification and underpricing of venture capital backed IPOs, forthcoming, *Journal of Financial Economics*.
- Leland, H.E. y Pyle, D.H. (1977), "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *The Journal of Finance*, Vol. 32, N° 2, pp. 371-387.
- Ljungqvist, A. (1997) Pricing initial public offerings: further evidence from Germany, *European Economic Review* 41, 1309-1320.
- London Stock Exchange (2002) A Practical Guide to Listing- sponsored by DLA.
- London Stock Exchange (2005) Joining AIM: A Professional Handbook, White Pages Ltd.
- London Stock Exchange (2007) (2014) AIM Rules for Companies.
- London Stock Exchange (2007) AIM for Nominated Adviser.
- London Stock Exchange (2010) (2014) AIM Market Statistics-AIM Factsheet December 2010 y March 2014, www.londonstockexchange.com/aim.
- London Stock Exchange (2010) A comparison of the eligibility criteria and continuing obligations for the Main Market (Premium and Standard) and AIM, www.londonstockexchange.com.
- London Stock Exchange (2010) A guide to listing on the London Stock Exchange, www.londonstockexchange.com.
- London Stock Exchange (2014) Rules of the London Stock Exchange- Rule Book www.londonstockexchange.com/rules-regulations.
- Loughran, T., Ritter, J.R. y Rydqvist, K. (1994), "Initial Public Offerings: International Insights", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 2, pp.165-199, Updated March 1, 2013.
- Loughran, T. y Ritter, J. (1995) The new issues puzzle, *Journal of Finance* 50 23-52.
- Loughran, T. y Ritter, J. (2002), "Why don't issuers get upset about leaving money on the table?" *The Review of Financial Studies*, 15-2, 413-443.

Mac an Bhaird, C. (2010), Resourcing Small and Medium Sized Entreprises, A Financial Growth Life Cycle Approach, www.springer.com.

Marino, T., Lamothe, P. y Hamard, A. (2010) ANTEVENIO. The first Spanish company of Internet that went out to Stock Exchange Market after the snap of the bubble.

Maug, E. (1998) Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control ? Journal of Finance 53, 65-98.

Meggison, W.L. y Weiss, K.A. (1991), “Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings”, The Journal of Finance, Vol. 46, N° 3, pp. 879-903.

Merton, R. (1998) A simple model of capital market equilibrium, Journal of Finance 42, 483-510.

Michaelas, N., Chittenden, F. y Poutziouris, P. (1999), “Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data”, Small Business Economics, 12, 113-130.

Mikkelson, W.H., Partch, M.M. and Shah, K. (1997), “Ownership and operating performance of companies that go public”, Journal of Financial Economics, 44, 281-308.

Modigliani, F. y Miller, M.H. (1958), “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investments”, The American Economic Review, Vol. 48, N° 3, pp. 261-297.

Myers and Majluf (1984) Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, Journal of Financial Economics 13, 187-221.

Nasdaq OMX Group, Inc (2008) Form 10-K Annual Report Filed 02/27/09 for the period ending 12/31/08, www.edgar-online.com.

Nasdaq OMX First North (2010) (2014) First North Nordic-RuleBook www.omxgroup.com/firstnorth.

Nasdaq OMX First North (2010) (March 2014) Equity Trading by Company – March 2014 www.omxgroup.com/firstnorth.

Nasdaq OMX First North (2010) (2014) Total Equity Trading www.omxgroup.com/firstnorth.

Nasdaq OMX Release (2011) NASDAQ OMX adopts ICB Company classification standard globally <http://ir.nasdaqomx.com/releasedetail.cfm?releaseid=617810>.

Nasdaq OMX First North (2013) Rules for the Construction and Maintenance of the NASDAQ OMX Baltic Equity Indexes, Version 1.5 / March 19, 2013
www.omxgroup.com/firstnorth/indexes/nasdaqomx/indexes/methodologies.

Nasdaq OMX (2014) Nasdaq OMX Corporate Timeline, www.nasdaqomx.com/about-us/company-information/timeline.

Nasdaq OMX(2014) Nasdaq OMX Nordic Member Rules-Version 2.5; October 6, 2014
www.omxgroup.com/listing/europe/rulesregulation.

Nasdaq OMX(2014) Market Model Nasdaq OMX Nordic Inet Nordic, Nasdaq OMX Nordic Market Model 2.33, Valid from September 29, 2014 www.omxgroup.com/listing/europe/rulesregulation.

NBP Narodowy Bank Polski (2010) Exchange rates monthly average and month end, annual average (1993-2009) www.nbp.pl/statistics/exchange-rates.

Nyse Alternext, DLA Piper (2010) International Listing Guide NYSE Alternext The tailor-made market for small and mid caps www.euronext.com.

Nyse Euronext (2007) Nyse Euronext Corporate Timeline, www.nyse.com/about-us/history/timeline.

Nyse Euronext (2008) Alternext Rules, www.euronext.com.

Oxford Analytica (2005) Assesment of the Economic Benefits and Opportunities for a Pan-European Growth Market.

Oxera (2006) The cost of capital, an international comparison, Oxford.

Pagano, M., Panetta, F. y Zingales, L. (1998), “Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis”, The Journal of Finance, Vol. 53, Nº 1, pp. 27-64.

Pagano, M., Röell, A. y Zechner, J. (2002) The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad? forthcoming, Journal of Finance.

Parlamento Europeo y del Consejo (2003) Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero de 2003 sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado) Diario Oficial de la Unión Europea L 96/16 12/4/2003.

Parlamento Europeo y del Consejo (2003) Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de noviembre de 2003 sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o

admisión a cotización de valores y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE Diario Oficial de la Unión Europea L 345/64 31/12/2003.

Parlamento Europeo y del Consejo (2004) Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición Diario Oficial de la Unión Europea L 142/12 30/4/2004.

Parlamento Europeo y del Consejo (2014) Directiva 2014/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE y en la que se refunde la Directiva 2004/39/CE, Diario Oficial de la Unión Europea L 173 de 12.6.2014, p.349.

Parlamento Europeo y del Consejo (2014) Reglamento (UE) nº 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) nº 648/2012, Diario Oficial de la Unión Europea L 173 de 12.6.2014, p.84.

Perez Lopez, C. (2003) Estadística Problemas resueltos y aplicaciones, Pearson Educación, S.A., Universidad Autónoma de Madrid, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales-Biblioteca.

Pink Sheets (2010) Company History, www.pinksheets.com/history.

Plus Market plc (2010) Rules for Issuers March 2010.

Posner, E. (2004) Copying the Nasdaq Stock Market in Europe:Supranational Politics and the Convergence-Divergence Debate Working Paper PEIF-16 Department of Political Science & Elliott School of International Affairs, The George Washington University.

Rajan, R. y Servaes, (1997) The effect of market conditions on the initial public offerings, Journal of Finance 52, 507-529.

Ritter, J.R. (1984), "The "Hot Issue" Market of 1980", The Journal of Business, Vol. 57, Nº2, pp. 215-240.

Ritter J.R. (1987) The costs of Going Public, Journal of Financial Economics 19 (1987) 269-281. North-Holland.

Ritter, J.R. (1991) The long-run performance of initial public offerings, Journal of Finance 46, 3-27.

Ritter, J.R. (2003) Differences between European and American IPO Markets, European Financial Management, 9, 421-434.

Rock (1986) Why new issues are underpriced, Journal of Financial Economics 15 (1986) 187-212. North-Holland

Rydqvist, K. y Högholm, K. (1995) Going Public in the 80s : Evidence from Sweden, European Financial Management, 1 287-315.

Sanchez-Vidal, J. y Martín-Ugedo, J. (2008) Edad y tamaño empresarial y ciclo de vida financiera, WP-EC 2008- 12, Editor: Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A.

Smith (1977) Alternative methods for raising capital: Rights versus underwritten offers, Journal of Financial Economics 5 273-307.

Smith, C.W. (1986a) Investment Banking and the capital acquisition process, Journal of Financial Economics 15, 3-30.

Standard&Poors (2006) Global Industry Classification Standard (GICS) Methodology.

Standard&Poor's, MSCI Barra (2010) GICS Structure & Sub-Industry Definitions, www.gics.standardandpoors.com; www.ms cibarra.com.

Standard&Poor's, MSCI Barra (2010) GICS Consultation 2010 www.gics.standardandpoors.com.

STOXX.Limited (2010) STOXX Index Guide version 13.8 www.stoxx.com.

Tapia A.J. (2006) El Mercado Alternativo Bursátil. Revista de Derecho Bancario y Bursátil. Editorial Iex nova

Titman, S. y Trueman, B. (1986) Information Quality and the Valuation of New Issues, Journal of Accounting and Economics, 8, 159-172.

Torstila, S. (2001) What determines the IPO gross spreads in Europe, European Financial management 7, pp 523-541.

Torstila, S. (2003) The Clustering of IPO Gross Spreads: International Evidence, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38, 673–94.

Warsaw Stock Exchange (2010) New Connect Statistics Bulletin December 2010 www.newconnect.eu.

Warsaw Stock Exchange (2014) New Connect Statistics Bulletin March 2014 www.newconnect.eu.

Warsaw Stock Exchange (2014) Alternative trading system rules, www.newconnect.pl.

Warsaw Stock Exchange (2014) Exhibit 2 to the Alternative Trading System Rules: Rules of Financial Instrument Trading in the Alternative Trading System (UTP), www.newconnect.pl.

Warsaw Stock Exchange (2013) Exhibit 3 to the Alternative Trading System Rules Current and Periodical Information in the Alternative Trading System on the NewConnect Market www.newconnect.pl.

Wiener borse .at (2009)(2014) Rules for the Operation of the Third Market [www.en.wienerborse.at/listing/aktien/zulassung/marketplace&products/general terms&conditions](http://www.en.wienerborse.at/listing/aktien/zulassung/marketplace&products/general%20terms&conditions).

Wiener borse .at (2010) Rules for the Clearing and Settlement of Exchange Trades by CCP Austria (CCP.A Clearing Rules) [www.en.wienerborse.at/listing/aktien/zulassung/marketplace&products/general terms&conditions](http://www.en.wienerborse.at/listing/aktien/zulassung/marketplace&products/general%20terms&conditions).

Wiener borse .at (2010) Trading Rules for the Automated Trading System, XETRA® (Exchange Electronic Trading) [www.en.wienerborse.at/listing/aktien/zulassung/marketplace&products/general terms&conditions](http://www.en.wienerborse.at/listing/aktien/zulassung/marketplace&products/general%20terms&conditions).

Wiener borse .at (2010) Yearly statistics 2010 [www.en.wienerborse.at/listing/aktien/zulassung/prices&statistics/statistics/yearly statistics](http://www.en.wienerborse.at/listing/aktien/zulassung/prices&statistics/statistics/yearly%20statistics).

Wiener borse .at (2010) Monthly statistics December 2010 [www.en.wienerborse.at/listing/aktien/zulassung/prices&statistics/statistics/monthly statistics](http://www.en.wienerborse.at/listing/aktien/zulassung/prices&statistics/statistics/monthly%20statistics).

Wiener borse .at (2011) Mid Market Rules, www.wienerborse.at.

Zingales, L. (1995a) Insider ownership and the decision to go public, The review of Economic Studies 62, 425-448.

ANEXO 1. Bases de datos de los Nuevos Mercados Alternativos de Valores Europeos

a) Base de datos del mercado Alternative Investment Market (AIM)-Bolsa de Londres

En la web del mercado www.londonstockexchange.com/statistics/historic/AIM figura el enlace “AIM Market Statistics March 2014” por el que se accede al informe “AIM Factsheet-March 2014”. En este informe figura el número de compañías y la capitalización en Libras desglosada por sectores “Turnover by sector including number of companies and market capitalization by sector” y la distribución de las compañías del AIM según su capitalización “Distribution of companies by equity market value”.

La capitalización en Libras del informe del AIM se convierte a Euros utilizando el tipo de cambio del Euro con la Libra al 31 de marzo de 2014 que figura en la web del Banco de España [www.bde.es/estadisticas/tipos de interés y tipos de cambio/ Cambios Oficiales del Euro del BCE](http://www.bde.es/estadisticas/tipos%20de%20inter%C3%A9s%20y%20tipos%20de%20cambio/Cambios%20Oficiales%20del%20Euro%20del%20BCE).

El sistema de clasificación sectorial de este mercado es el Industria Classification Benchmark- ICB.

b) Base del mercado AIM Italia- Mercato Alternativo del Capitale (MAC)- Borsa Italiana

La fuente de información de las 41 empresas presentes en el mercado italiano al 31 de marzo de 2014 es la web www.borsaitaliana.it.

En su apartado Markets inform/analysis and statistics/historical statistics/view all figura el informe mensual Shares capitalisation-March 2014 y en él se localiza la relación de compañías cotizando a finales de marzo, el sector al que pertenecen y su capitalización.

El resto de información se obtiene en el apartado de la web stocks/markets/AIM Italia, enlace “see the AIM Italy Companies performance”. Por esta vía se accede a la relación de compañías registradas en el mercado y pinchando sobre el nombre de cada una de las empresas se obtiene información de su Oferta Pública Inicial de Acciones “Initial Public Offering-IPO”: fecha de registro en el mercado, código ISIN, número de acciones que componen su capital social y que se han registrado en el mercado, el efectivo captado, free float y tipo de inversor al que se destina y suscribe la oferta.

En el AIM Italia están negociando acciones, warrants y obligaciones convertibles, en el estudio solo se consideran las acciones.

El sistema de clasificación sectorial de este mercado es el Industry Classification Benchmark- ICB y la divisa que se negocia es el euro.

c) Base de datos del mercado Alternext- Nyse Euronext

A finales de marzo de 2014 estaban negociando en el mercado Alternext 184 empresas.

En la web del mercado: [www.euronext.com/statistics/statistics per period-monthly](http://www.euronext.com/statistics/statistics%20per%20period-monthly)” se localiza el informe “31 March 2014 Cash market-Monthly statistics” del que se extrae la relación de empresas registradas en Alternext y su capitalización al 31 de marzo de 2014.

En el apartado: “Raising capital/IPO showcase” la web dispone de un archivo histórico de las empresas registradas en el mercado, agrupadas por el año del registro, del que se extrae información relativa a la fecha de registro, código ISIN, industria a la que pertenece la empresa, método utilizado para acceder al mercado, número de acciones que componen el capital social registrado y el precio inicial de referencia al que acceden al mercado.

Hay algunas empresas que se transfieren a Alternext desde otros mercados y en este caso el precio de referencia para iniciar la negociación en Alternext es el precio al que cerraron en el mercado del que proceden el día de su desregistro. Este precio inicial de negociación en Alternext igualmente se extrae de la web www.euronext.com; apartado “Raising capital/Issuers directory”. En este apartado figuran las empresas registradas en Euronext agrupadas por mercados y pinchando encima del nombre de la empresa se accede a una ventana que contiene información de la compañía y del comportamiento histórico de su cotización en el mercado.

El sistema de clasificación sectorial de este mercado es el Industry Classification Benchmark- ICB, la divisa negociada es el euro y su área geográfica operativa alcanza a los mercados de valores de Francia, Holanda, Bélgica y Portugal.

d) Base de datos del mercado The Alternative Market (EN.A)- Bolsa de Atenas

En la web www.helex.gr de la Bolsa de Atenas, que promueve y gestiona “The Alternative Market (EN.A)”, en el apartado “Information/Publications/Monthly Bulletin/Alternative Market” se encuentra el informe mensual “ENA Monthly Statistical Bulletin- March 2014”. Este informe contiene la relación de las 14 empresas registradas al cierre del mes al que corresponde el informe, el sector al que pertenecen, su código ISIN y su capitalización.

Por otro lado en su apartado “Markets/Alternative/Products” también figura la relación de compañías registradas en el mercado con su código ISIN y pinchando en “historic/company” se accede a información general de cada una de las empresas entre la que se encuentra: la fecha de registro en el mercado, el año de constitución de la compañía, el número de acciones registradas y el precio inicial de registro.

El sistema de clasificación sectorial de este mercado es el Industria Classification Benchmark- ICB y la divisa negociada es el euro.

e) Base de datos del mercado Entry Standard-Deutsche Börse

A finales de marzo de 2014 estaban negociando 122 empresas en el mercado alemán Entry Standard. La información de estas empresas también se obtiene de la web del propio mercado www.deutsche-boerse.com/entrystandard. En su enlace Listing/Statistics apartado: primary market statistics/new companies in open market (Regulated Unofficial Market) figuran las compañías registradas en el Entry Standard distribuidas por año de registro. En este apartado figuran: el método utilizado para acceder al mercado, el sector al que pertenece cada empresa, la fecha en la que se registra en el mercado, el primer precio de cotización, el efectivo captado en el mercado y la capitalización bursátil del primer día de negociación. Pinchando en el nombre de la empresa se accede a un número mayor de datos de las compañías: el año de constitución de la sociedad, país de su sede social y su código ISIN, el número de acciones registradas, los especialistas contratados, los principios contables utilizados, el año contable, la elaboración y presentación de la información contable y la dirección web de la compañía. También dispone de la cotización histórica de la acción a través de la cual se obtiene la capitalización a finales de marzo.

Con relación a la clasificación sectorial del alemán Entry Standard hay que señalar que este mercado clasifica las empresas conforme al modelo “Deutsche Börse Classification model”⁷⁶. Este modelo es un sistema desarrollado por Deutsche Börse que clasifica a las compañías teniendo en cuenta su fuente principal de ingresos y diferencia: 9 supersectores, 18 sectores y 63 subsectores. <http://www.boerse-frankfurt.de/EN/index.aspx?pageID=44&NewsID=255>.

Con el objetivo de poder comparar las empresas y los distintos mercados analizados en este estudio las empresas del mercado alemán Entry Standard se adaptan sectorialmente de la siguiente manera: los sectores denominados “Automobile, Consumer y Food&Beverages” se consideran en Bienes de Consumo; Bancos y Servicios Financieros se consideran en Finanzas; Basis Resources se consideran en Materias Básicas; Industrial se considera en Actividad Industrial; Media y Retail se consideran en

⁷⁶ Deutsche Börse Classification model es un sistema desarrollado por Deutsche Börse que clasifica a las compañías teniendo en cuenta su fuente principal de ingresos, diferencia: 9 supersectores, 18 sectores y 63 subsectores. Este sistema de clasificación es utilizado en el cálculo de todos los índices sectoriales DAX: DAXsubsector, DAXsector y DAXsupersector, se calculan considerando las compañías registradas en el Prime Standard y DAXsubsector All and DAXsector All, se calculan considerando todos los títulos registrados en Prime Standard, General Standard y Entry Standard.

Servicios al Consumidor; Software y Tecnología se consideran en Tecnología; Pharma&Healthcare se considera en Medicina y Salud.

La divisa negociada en el mercado alemán es el euro.

f) Base de datos del mercado Enterprise Securities Market (ESM)- Irish Stock Exchange

Con relación al mercado irlandés también es la web www.ise.ie de la Bolsa de Irlanda la fuente de donde se obtienen los datos.

El número de empresas registradas en el Enterprise Securities Market al 31 de marzo de 2014 y su capitalización bursátil se obtiene del informe ISE Monthly Report March 2014 archivado en el apartado de la web “market data/publications&statistics/monthly/ ISE Monthly Reports 2014”.

La capitalización también figura en el enlace “market data/share prices/market capitalization” Por este enlace se accede a la relación de todas las empresas registradas en la Bolsa de Irlanda. Aquellas compañías que se negocian en el Enterprise Securities Market al lado de su nombre están las siglas ESM. Pinchando en el nombre de la compañía se despliega una ventana en la que figura información sobre la empresa, seleccionando “view equity price history” y marcando la fecha para la que se quiere la información se obtiene el precio de cierre y la capitalización.

Respecto a la clasificación sectorial, en la web de la bolsa no se localiza información sobre el sector al que pertenecen las compañías por lo que se decide consultar al mercado sobre este aspecto. La Bolsa de Irlanda informa que no realiza una clasificación sectorial de los títulos. Su respuesta concreta fue la siguiente: “The ISE does not sectorise the ESM or indeed Equities in general”.

Con el objetivo de clasificar a las compañías sectorialmente se recurre a la web de las propias empresas a través del enlace market data /ESM companies. La web empresarial tiene el apartado “IEX Rule 26”, si no cotiza en el AIM de Londres, o el apartado “AIM Rule 26” si la empresa también cotiza en el mercado londinense. La mayor parte de las empresas presentes en el ESM también están cotizando en el AIM de la Bolsa de Londres.

Estos apartados contienen los documentos de admisión y otros documentos con información relevante de las empresas y utilizando estas vías se obtiene: el sector facilitado por la empresa, su año de constitución, el nombre del ESM Adviser y la cifra de su capital social en la fecha de registro en el ESM.

Al igual que en el mercado alemán anterior la información sectorial comunicada por la empresa se adapta a la clasificación “Industria Classification Benchmark- ICB” con el objetivo de poder comparar la situación de los mercados analizados en este estudio. La divisa negociada es el euro.

g) Base de datos del mercado First North – Nasdaq OMX Group

En la web del propio mercado “www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth” apartado news/statistics figura el informe mensual “Equity Trading by Company-First North March 2014”. Este informe consta de dos apartados: “Company Trading Overview” que contiene la relación de compañías registradas en el mercado agrupadas por sectores, su capitalización en euros del último día del mes al que corresponde el informe y otros datos de negociación del mercado también expresados en euros. El segundo apartado denominado “Instrument Trading Details” facilita: la relación de compañías, su código ISIN, el tipo de instrumento financiero (acciones, warrants, equity rights, bonos convertibles), el sector al que pertenece la compañía, la divisa en la que se negocia, los desregistros producidos en el mes, el número de acciones registradas, la capitalización y otros datos de negociación; todos estos datos están expresados en la divisa en la que se negocia en cada mercado del First North y se refieren al último día de negociación del mes al que corresponde el informe. En el informe figuran 148 compañías registradas al 31 de marzo de 2014 pero en este número se incluyen además de acciones, derechos de suscripción, warrants y bonos convertibles. En el estudio solo se consideran las acciones.

La fecha de registro de las compañías figura en el apartado de la web “corporate actions” y también puede encontrarse en el enlace “[shares/firstnorth/nordic/show history](http://shares/firstnorth/nordic/showhistory)”.

En cuanto a la clasificación sectorial, este mercado en un principio utilizó la clasificación sectorial Global Industry Classification Standard –GICS⁷⁷ y a partir del 1 de febrero de 2012 Nasdaq OMX adoptó la clasificación ICB como método oficial y principal de clasificación de toda clase de acciones registradas en Nasdaq OMX, Nasdaq OMX First North (2013) Rules for the Construction and Maintenance of the NASDAQ OMX Baltic Equity Indexes y nota de prensa publicada en <http://ir.nasdaqomx.com/releasedetail.cfm?releaseid=617810>.

⁷⁷ Global Industry Classification Standard (GICS) es un sistema desarrollado por Standard&Poor’s y MSCI/Barra que clasifica a las compañías teniendo en cuenta los ingresos de su negocio principal aunque los beneficios y la percepción del mercado también son considerados. El sistema de clasificación “GICS” consiste en: 10 sectores, 24 grupos industriales, 68 industrias y 154 sub-industrias. Esta clasificación fue lanzada en 1999, se revisa anualmente y es la utilizada en todos los índices y productos Standard&Poor’s.

First North opera en los mercados de valores de Suecia, Dinamarca, Finlandia e Islandia y la divisa que se cruza es la Corona de cada país.

h) Base de datos del mercado Mercado Alternativo Bursátil- Empresas en Expansión (MAB-EE)- Bolsas y Mercados Españoles

La información referente al mercado español también se obtiene en la web del propio mercado “www.bolsasymercados.es/mab” apartado “empresas cotizadas/lista de empresas”. En este enlace figura la relación de empresas admitidas a negociar en el MAB-EE y el sector y subsector al que pertenecen. Pinchando sobre el nombre de cada una de las empresas registradas se accede a otro nivel de la web que contiene otra información: el perfil de la compañía, el documento informativo de incorporación registrado para acceder al mercado, información financiera, información histórica del precio, la capitalización y el comportamiento histórico del precio del valor.

En estos apartados se obtienen los siguientes datos: código ISIN, número de acciones que componen el capital registrado, el precio de cierre del 31 de marzo de 2014. También se extrae el valor nominal de la acción y el nombre del asesor registrado. En cuanto a la fecha de registro se localiza en Empresas/Consulta admisiones.

Al igual que en otros mercados y con el objetivo de poder hacer comparaciones entre las plazas bursátiles estudiadas, la clasificación sectorial que figura en la web del mercado se adapta a la clasificación “Industria Classification Benchmark- ICB”. Los sectores que figuran en la web del mercado MAB como: Servicios de Consumo se consideran Servicios al Consumidor; Bienes de Consumo- Productos Farmacéuticos se consideran en Medicina y Salud; Mat.Basicos/Industria/Constr.–Aerospacial y Mat.Basicos/Industria/Constr.-Ingenieria y Otros se consideran en Actividad Industrial; Tecnología y Telecomunicación-Telecomunicaciones y Otros, Tecnología y Telecomunicación-Electrónica/Software se consideran en Tecnología. Una de las empresas (Gowex) que el MAB la clasifica como Tecnología y Telecomunicación-Telecomunicaciones y Otros, se considera en Telecomunicaciones por ser esta industria en la que la clasifica el mercado francés Alternext en el que también cotiza. El mercado francés utiliza la clasificación sectorial Industria Classification Benchmark- ICB. La divisa que se cruza en el mercado es el euro.

i) Base de datos del mercado New Connect- Bolsa de Varsovia

En la web del mercado New Connect “www.newconnect.pl” apartado “company” se obtiene la relación de compañías y las industrias a las que pertenecen. La fecha de registro se obtiene del

apartado statistics /statistics about listed shares; la capitalización en euros figura en statistics/quarterly statistics y el código ISIN en el apartado statistics/sesión results/daily statistics.

En este mercado se negocia la divisa, “zloty” y utiliza el sistema Global Industry Classification Standard –GICS en la clasificación sectorial de las empresas. Con relación a la divisa la capitalización en euros se obtiene del informe estadístico trimestral elaborado por el propio mercado. En cuanto a la clasificación sectorial, al igual que en otros mercados, la clasificación sectorial Global Industry Classification Standard –GICS se adapta a la clasificación Industria Classification Benchmark- ICB. Los sectores “Construction & Materials, Recycling y Support Services” se consideran en Actividad Industrial; el sector “Eco-Energy” se considera en Petróleo y Gas; los sectores “e-handel, e-commerce, e-trade, IT y Technology” se consideran en Tecnología; los sectores “Financial Services, Investment Services y Real Estate” se consideran en Finanzas; el sector “Health Care” se considera en Medicina y Salud; los sectores “Travel&Leisure, Retail y Media” se consideran en Servicios al Consumidor y por último el sector “Telecommunication” se considera en Telecomunicación.

j) Base de datos del mercado Third Market - Wiener Börse AG

La relación de compañías registradas en el mercado austriaco Third Market figuran en la web de la Bolsa de Viena, <http://en.wienerborse.at> en su enlace investors/companies. Este enlace contiene el código ISIN, nombre del emisor, país de su sede social y tipo de instrumento financiero negociado. Pinchando sobre el nombre del emisor se accede a otro nivel de la web de donde se extraen los siguientes datos: número de acciones incluidas en la negociación, la fecha del primer día de negociación; principios contables del emisor, sector al que pertenece y capitalización.

En el Third Market están negociando acciones, participation certificates, profit sharing Rights y depositary interest, en el estudio solo se consideran las acciones.

ANEXO 2. Relación de empresas del mercado AIM Italia- Mercato Alternativo del Capitale

| Nº | Nombre de la Compañía | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|-----------------------------|------------------------------|--------------|--|-------------------|-----------------------------------|
| 1 | Ambromobiliare | IT0004779515 | Finanzas | 21/12/2011 | 16,56 |
| 2 | Arc Real Estate | IT0004735988 | Finanzas | 05/03/2012 | 6 |
| 3 | Compagnia della Ruota | IT0004818636 | Industrial | 26/07/2012 | 7,59 |
| 4 | Digital Magics | IT0004900160 | Finanzas | 29/07/2013 | 26,09 |
| 5 | Enertronica | IT0004887409 | Petróleo y Gas | 13/03/2013 | 11,61 |
| 6 | Expert System | IT0004496029 | Tecnología | 14/02/2014 | 48,33 |
| 7 | Fintel Energia Group | IT0004583941 | Finanzas | 19/03/2010 | 110,72 |
| 8 | First Capital | IT0004407430 | Finanzas | 20/12/2010 | 22,11 |
| 9 | Frendy Energy | IT0004819857 | Utilidades | 20/06/2012 | 52,83 |
| 10 | Gala | IT0004999451 | Utilidades | 06/03/2014 | 192,3 |
| 11 | Greenitaly1 | IT0004980923 | Finanzas | 20/12/2013 | 33,53 |
| 12 | Gruppo Green Power | IT0004982242 | Servicios al Consumidor | 20/01/2014 | 32,87 |
| 13 | Hi Real | IT0004621576 | Servicios al Consumidor | 17/01/2011 | 2,51 |
| 14 | IKF | IT0004488307 | Finanzas | 06/05/2009 | 8,61 |
| 15 | Imvest | IT0004670532 | Finanzas | 31/03/2011 | 25,59 |
| 16 | Industrial Starts of Italy | IT0004938707 | Finanzas | 18/07/2013 | 47,64 |
| 17 | Innovatec | IT0004981038 | Petróleo y Gas | 18/12/2013 | 15,18 |
| 18 | Italia Independent | IT0004937469 | Bienes de Consumo | 26/06/2013 | 85,37 |
| 19 | Ki Group | IT0004967672 | Bienes de Consumo | 14/11/2013 | 31,1 |
| 20 | Leone Film Group | IT0004973696 | Servicios al Consumidor | 16/12/2013 | 64,36 |
| 21 | MC-Link | IT0004620099 | Tecnología | 20/02/2013 | 20,06 |
| 22 | Methorios Capital | IT0004615396 | Finanzas | 12/07/2010 | 92,09 |
| 23 | Mondo TV France | FR0011443266 | Servicios al Consumidor | 21/03/2013 | 5,69 |
| 24 | Net Insurance | IT0003324024 | Finanzas | 17/12/2013 | 136,29 |
| 25 | Neurosoft | GRS802003004 | Tecnología | 06/05/2009 | 26,5 |
| 26 | PMS | IT0004582083 | Industrial | 12/03/2010 | 2,75 |
| 27 | Poligrafici Printing | IT0004587470 | Servicios al Consumidor | 12/03/2010 | 8,98 |
| 28 | Primi sui Motori | IT0004822695 | Tecnología | 24/07/2012 | 42,84 |
| 29 | Rosetti Marino | IT0001017851 | Petróleo y Gas | 12/06/2012 | 151,76 |
| 30 | Sacom | IT0004909583 | Materias Básicas | 22/04/2013 | 18,39 |
| 31 | Safe Bag | IT0004954530 | Servicios al Consumidor | 10/09/2013 | 26,41 |
| 32 | Soft Strategy | IT0004749666 | Industrial | 09/08/2011 | 7,86 |
| 33 | Softec | IT0004735327 | Tecnología | 16/11/2012 | 9,19 |
| 34 | Sunshine Capital Investments | IT0004986938 | Finanzas | 22/01/2014 | 3,2 |
| 35 | TBS Group | IT0004554116 | Medicina y Salud | 21/12/2009 | 59,3 |
| 36 | Te Wind | LU0975260794 | Utilidades | 09/10/2013 | 10,77 |
| 37 | Triboo Media | IT0005001554 | Servicios al Consumidor | 07/03/2014 | 83,8 |
| 38 | Valore Italia hp | IT0004696065 | Finanzas | 27/04/2011 | 8,96 |
| 39 | Vita Societa Editoriale | IT0001037685 | Finanzas | 20/10/2010 | 1,75 |
| 40 | Vrway Communication | LU0437884348 | Servicios al Consumidor | 23/07/2009 | 26,98 |
| 41 | WM Capital | IT0004983182 | Industrial | 19/12/2013 | 12,21 |
| Capitalización total | | | | | 1.596,68 |

Excluidos: warrants y obligaciones convertibles

Fuente: www.borsaitaliana.it

ANEXO 3. Relación de empresas del mercado Alternext

| Nº | Nombre de la Compañía | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|----|-----------------------|--------------|--|-------------------|-----------------------------------|
| 1 | 1000MERCIS | FR0010285965 | Servicios al Consumidor | 02/02/2006 | 153,56 |
| 2 | A2MICILE EUROPE | FR0010795476 | Servicios al Consumidor | 12/07/2011 | 12,69 |
| 3 | ACCES INDUSTRIE | FR0010567032 | Industrial | 10/08/2010 | 20,40 |
| 4 | ACHETER-LOUER.FR | FR0010493510 | Servicios al Consumidor | 20/07/2007 | 6,95 |
| 5 | ACROPOLIS TELECOM | FR0010678284 | Telecomunicaciones | 04/08/2010 | 7,58 |
| 6 | ADA | FR0000053076 | Servicios al Consumidor | 24/09/2010 | 24,96 |
| 7 | ADOMOS | FR0000044752 | Finanzas | 20/06/2005 | 8,48 |
| 8 | ADTHINK MEDIA | FR0010457531 | Servicios al Consumidor | 23/04/2007 | 23,54 |
| 9 | AGROGENERATION | FR0010641449 | Bienes de Consumo | 01/03/2010 | 103,45 |
| 10 | ALES GROUPE | FR0000054652 | Bienes de Consumo | 12/05/2010 | 234,95 |
| 11 | ANTEVENIO | ES0109429037 | Servicios al Consumidor | 07/02/2007 | 13,76 |
| 12 | AQUILA | FR0010340711 | Industrial | 22/06/2006 | 6,52 |
| 13 | ASSIMA | GB00B19RTX44 | Tecnología | 17/10/2006 | 32,84 |
| 14 | ASTELLIA | FR0004176535 | Tecnología | 19/12/2007 | 35,74 |
| 15 | AUPLATA | FR0010397760 | Materias Básicas | 02/07/2007 | 42,92 |
| 16 | BD MULTI MEDIA | FR0000035305 | Tecnología | 15/07/2011 | 9,10 |
| 17 | BERNARD LOISEAU | FR0000066961 | Servicios al Consumidor | 18/07/2011 | 6,16 |
| 18 | BIONERSIS | FR0010294462 | Utilidades | 08/03/2010 | 3,00 |
| 19 | BIOSYNEX | FR0011005933 | Medicina y Salud | 21/03/2011 | 9,55 |
| 20 | BRICORAMA | FR0000054421 | Servicios al Consumidor | 26/07/2011 | 192,24 |
| 21 | BSB | BE0003892123 | Tecnología | 18/07/2008 | 20,19 |
| 22 | BUDGET TELECOM | FR0004172450 | Telecomunicaciones | 04/10/2006 | 5,84 |
| 23 | CARBIOS | FR0011648716 | Materias Básicas | 19/12/2013 | 53,02 |
| 24 | CARMAT | FR0010907956 | Medicina y Salud | 07/07/2010 | 378,02 |
| 25 | CATALA | BE0003434397 | Industrial | 28/12/2009 | 1,51 |
| 26 | CELLECTIS | FR0010425595 | Medicina y Salud | 06/02/2007 | 134,26 |
| 27 | CEREP | FR0004042232 | Medicina y Salud | 19/03/2010 | 29,01 |
| 28 | CESAR | FR0010540997 | Bienes de Consumo | 27/04/2011 | 4,03 |
| 29 | CLASQUIN | FR0004152882 | Industrial | 31/01/2006 | 62,96 |
| 30 | CNPV SOLAR POWER | LU0379220212 | Petróleo y Gas | 14/08/2008 | 24,97 |
| 31 | CO.BR.HA | BE0003519270 | Bienes de Consumo | 02/01/2008 | 133,13 |
| 32 | COFIDUR | FR0000054629 | Industrial | 15/09/2011 | 13,92 |
| 33 | COGRA | FR0011071570 | Materias Básicas | 25/11/2011 | 16,45 |
| 34 | COIL | BE0160342011 | Materias Básicas | 29/04/2011 | 6,42 |
| 35 | CONCOURS MANIA | FR0011038348 | Servicios al Consumidor | 10/05/2011 | 48,05 |
| 36 | CRM COMPANY GROUP | FR0010358465 | Servicios al Consumidor | 25/07/2006 | 8,29 |
| 37 | CROSSJECT | FR0011716265 | Medicina y Salud | 20/02/2014 | 67,58 |
| 38 | CUSTOM SOLUTIONS | FR0010889386 | Servicios al Consumidor | 20/05/2010 | 28,59 |
| 39 | CYBERGUN | FR0004031839 | Bienes de Consumo | 29/01/2014 | 11,73 |
| 40 | D.L.S.I. | FR0010404368 | Industrial | 14/12/2006 | 24,65 |
| 41 | DAMARTEX | FR0000185423 | Servicios al Consumidor | 25/08/2011 | 137,26 |
| 42 | DE ROUCK GEO | BE0003842599 | Servicios al Consumidor | 10/07/2006 | 0,25 |

Fuente : www.euronext.com/listing/resource-library/report&statistics/monthly-statistics/cash-market-monthly-statistics/ cash market -Monthly statistics 31 Mar 2014

ANEXO 3. Relación de empresas del mercado Alternext - Continuación

| Nº | Nombre de la Compañía | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|----|-----------------------|--------------|--|-------------------|-----------------------------------|
| 43 | DEINOVE | FR0010879056 | Petróleo y Gas | 21/04/2010 | 77,06 |
| 44 | DELFINGEN | FR0000054132 | Bienes de Consumo | 19/09/2013 | 57,68 |
| 45 | DELTA DRONE | FR0011522168 | Industrial | 28/06/2013 | 62,22 |
| 46 | DEMOS | FR0010474130 | Industrial | 31/05/2007 | 14,47 |
| 47 | DIAXONHIT | FR0004054427 | Medicina y Salud | 17/11/2005 | 55,55 |
| 48 | DIETSWELL | FR0010377127 | Petróleo y Gas | 22/01/2007 | 10,93 |
| 49 | DIRECT ENERGIE | FR0004191674 | Utilidades | 27/05/2005 | 340,70 |
| 50 | DL SOFTWARE | FR0010357079 | Tecnología | 27/04/2007 | 37,64 |
| 51 | DOLPHIN INTEGRAT. | FR0004022754 | Tecnología | 16/04/2007 | 6,53 |
| 52 | EASYVISTA | FR0010246322 | Tecnología | 20/10/2005 | 48,09 |
| 53 | EMAKINA GROUP | BE0003843605 | Tecnología | 07/07/2006 | 30,37 |
| 54 | ENTREPARTICULIERS | FR0010424697 | Servicios al Consumidor | 01/02/2007 | 9,35 |
| 55 | ENTREPRENDRE | FR0000045122 | Servicios al Consumidor | 09/12/2013 | 10,72 |
| 56 | ENVIRONNEMENT SA | FR0010278762 | Industrial | 19/01/2006 | 43,89 |
| 57 | EO2 | FR0010465534 | Industrial | 13/12/2012 | 12,37 |
| 58 | ESKER | FR0000035818 | Tecnología | 23/08/2010 | 86,64 |
| 59 | EURASIA GROUPE | FR0010844001 | Industrial | 02/02/2010 | 69,12 |
| 60 | EUROGERM | FR0010452474 | Bienes de Consumo | 03/04/2007 | 64,43 |
| 61 | EUROPLASMA | FR0000044810 | Industrial | 21/07/2009 | 56,66 |
| 62 | EVADIX | BE0003840577 | Industrial | 15/06/2006 | 0,78 |
| 63 | EVOLIS | FR0004166197 | Tecnología | 23/03/2006 | 130,90 |
| 64 | FASHION B AIR | FR0004034593 | Bienes de Consumo | 19/11/2007 | 21,79 |
| 65 | FIGEAC AERO | FR0011665280 | Industrial | 23/12/2013 | 331,19 |
| 66 | FONTAINE PAJOT | FR0010485268 | Industrial | 27/06/2007 | 28,50 |
| 67 | FREELANCE.COM | FR0004187367 | Industrial | 14/07/2005 | 2,82 |
| 68 | GAUSSIN | FR0010342329 | Industrial | 16/06/2010 | 49,33 |
| 69 | GECI AVIATION | FR0010449199 | Industrial | 02/07/2007 | 40,48 |
| 70 | GENFIT | FR0004163111 | Medicina y Salud | 19/12/2006 | 602,44 |
| 71 | GENOWAY | FR0004053510 | Medicina y Salud | 04/05/2007 | 17,89 |
| 72 | GEVELOT | FR0000033888 | Bienes de Consumo | 24/06/2011 | 62,95 |
| 73 | GLOBAL BIOENERGIES | FR0011052257 | Petróleo y Gas | 09/06/2011 | 130,87 |
| 74 | GLOBAL ECOPOWER | FR0011289198 | Utilidades | 24/06/2013 | 24,50 |
| 75 | GLOBAL INVESTMENT | FR0004060234 | Finanzas | 04/11/2005 | 10,68 |
| 76 | GOLD BY GOLD | FR0011208693 | Materias Básicas | 13/04/2012 | 6,97 |
| 77 | GROUPE GUILLIN | FR0000051831 | Industrial | 01/09/2011 | 203,17 |
| 78 | GROUPE JEMINI | FR0011001742 | Bienes de Consumo | 14/03/2011 | 11,30 |
| 79 | GROUPE PROMEO | FR0010254466 | Finanzas | 29/11/2006 | 58,17 |
| 80 | GROUPIMO | FR0010490961 | Finanzas | 13/07/2007 | 0,80 |
| 81 | H2O INNOVATION INC | CA4433001084 | Industrial | 25/01/2007 | 27,20 |
| 82 | HARVEST | FR0010207795 | Tecnología | 23/06/2005 | 46,61 |
| 83 | HERACLES NR | FR0004168243 | Servicios al Consumidor | 22/12/2006 | n.d. |
| 84 | HERACLES | FR0011442128 | Servicios al Consumidor | 22/12/2006 | 1,89 |
| 85 | HEURTEY PETROCHEM | FR0010343186 | Petróleo y Gas | 27/06/2006 | 150,43 |
| 86 | HOLLE INDUSTRIES | FR0000077562 | Industrial | 09/08/2012 | 23,27 |
| 87 | HITECHPROS | FR0010396309 | Tecnología | 22/11/2006 | 12,34 |
| 88 | HOLOSFIND | FR0010446765 | Tecnología | 28/05/2008 | 5,41 |

Fuente :www. euronext.com /listing/ resource-library/report&statistics/monthly-statistics/cash market-monthly statistics/ cash market -Monthly statistics 31 Mar 2014

ANEXO 3. Relación de empresas del mercado Alternext - Continuación

| Nº | Nombre de la Compañía | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|-----|-----------------------|--------------|--|-------------------|-----------------------------------|
| 89 | HOMAIR VACANCES | FR0010307322 | Servicios al Consumidor | 07/06/2007 | 63,05 |
| 90 | HYBRIGENICS | FR0004153930 | Medicina y Salud | 17/12/2007 | 68,69 |
| 91 | I2S | FR0005854700 | Industrial | 24/10/2007 | 3,40 |
| 92 | IDSUD | FR0000062184 | Finanzas | 27/07/2010 | 26,42 |
| 93 | INTEGRAGEN | FR0010908723 | Medicina y Salud | 18/06/2010 | 30,41 |
| 94 | INTRASENSE | FR0011179886 | Tecnología | 22/02/2012 | 13,57 |
| 95 | ISA | PTIAN0AM0001 | Tecnología | 20/06/2012 | 9,22 |
| 96 | ISCOOL ENTERTAIN. | FR0004060671 | Servicios al Consumidor | 25/06/2010 | 2,14 |
| 97 | IVALIS | FR0010082305 | Industrial | 18/06/2007 | 45,94 |
| 98 | KEYYO | FR0000185621 | Telecomunicaciones | 04/05/2010 | 15,32 |
| 99 | LEGUIDE.COM | FR0010146092 | Servicios al Consumidor | 29/06/2006 | 104,94 |
| 100 | LES HOTELS BAVEREZ | FR0007080254 | Servicios al Consumidor | 14/09/2010 | 99,64 |
| 101 | LETS GOWEX | ES0158252033 | Telecomunicaciones | 15/06/2010 | 1.800,60 |
| 102 | LOGIC INSTRUMENT | FR0000044943 | Tecnología | 09/07/2007 | 8,90 |
| 103 | LOGIN PEOPLE | FR0010581363 | Tecnología | 07/01/2013 | 10,61 |
| 104 | MAKAZI GROUP | FR0011053636 | Servicios al Consumidor | 28/06/2011 | 35,70 |
| 105 | MAKHEIA GROUP | FR0000072993 | Servicios al Consumidor | 03/02/2010 | 12,38 |
| 106 | MASTRAD | FR0004155687 | Bienes de Consumo | 05/05/2006 | 6,69 |
| 107 | MAXIMILES | FR0004174233 | Servicios al Consumidor | 29/06/2005 | 12,76 |
| 108 | MDW | BE0974267966 | Medicina y Salud | 30/08/2013 | 12,08 |
| 109 | MEDIANTECHNOLOGIES | FR0011049824 | Tecnología | 20/05/2011 | 51,84 |
| 110 | MEDICREA INTERNAT. | FR0004178572 | Medicina y Salud | 23/06/2006 | 76,82 |
| 111 | METHANOR | FR0011217710 | Utilidades | 12/07/2012 | 4,26 |
| 112 | MG INTERNATIONAL | FR0010204453 | Bienes de Consumo | 23/06/2005 | 4,04 |
| 113 | MGI DIGITAL GRAPHI | FR0010353888 | Industrial | 12/07/2006 | 194,11 |
| 114 | MICROWAVE VISION | FR0004058949 | Industrial | 28/06/2005 | 37,73 |
| 115 | MILLET INNOVATION | FR0010304402 | Bienes de Consumo | 27/03/2006 | 28,19 |
| 116 | MOBILE NETWORK | FR0010812230 | Servicios al Consumidor | 20/03/2012 | 20,26 |
| 117 | MONCEAU FLEURS | FR0010554113 | Servicios al Consumidor | 07/12/2007 | 58,26 |
| 118 | MOULINVEST | FR0011033083 | Materias Básicas | 11/04/2011 | 24,08 |
| 119 | NEOVACS | FR0004032746 | Medicina y Salud | 15/04/2010 | 64,45 |
| 120 | NETBOOSTER | FR0000079683 | Servicios al Consumidor | 06/07/2006 | 37,23 |
| 121 | NEXEYA | FR0010414961 | Industrial | 25/01/2007 | 48,58 |
| 122 | NEXPONOR-SICAFI | PTNEX0AM0002 | Finanzas | 03/06/2013 | 65,62 |
| 123 | NEXTEDIA | FR0004171346 | Servicios al Consumidor | 10/04/2006 | 4,72 |
| 124 | NOTREFAMILLE.COM | FR0010221069 | Tecnología | 08/03/2007 | 9,10 |
| 125 | NOVACYT | FR0010397232 | Medicina y Salud | 12/10/2012 | 18,07 |
| 126 | NSE INDUSTRIES | FR0004065639 | Industrial | 25/10/2006 | 32,97 |
| 127 | O2I | FR0010231860 | Tecnología | 20/12/2005 | 12,34 |
| 128 | OBER | FR0010330613 | Industrial | 29/06/2006 | 16,92 |
| 129 | OCTO TECHNOLOGY | FR0004157428 | Tecnología | 29/11/2006 | 20,37 |
| 130 | OROLIA | FR0010501015 | Industrial | 27/07/2007 | 67,99 |
| 131 | OSPREYFRANK | GB00B2R1Q018 | Industrial | 22/05/2008 | 3,25 |
| 132 | PAIRI DAIZA | BE0003771855 | Servicios al Consumidor | 02/05/2011 | 66,43 |
| 133 | PHENIX SYSTEMS | FR0011065242 | Industrial | 08/07/2011 | 19,25 |
| 134 | PISCINES DESJOYAUX | FR0000061608 | Bienes de Consumo | 03/12/2010 | 44,02 |
| 135 | PISCINES GROUPE GA | FR0010357145 | Bienes de Consumo | 12/07/2006 | 6,83 |

Fuente : www.euronext.com/listing/resource-library/report&statistics/monthly-statistics/cash-market-monthly-statistics/cash-market-Monthly-statistics 31 Mar 2014

ANEXO 3. Relación de empresas del mercado Alternext - Continuación

| Nº | Nombre de la Compañía | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|-----|-----------------------|--------------|--|-------------------|-----------------------------------|
| 136 | POUJOLAT | FR0000066441 | Industrial | 24/06/2010 | 90,41 |
| 137 | PRODWARE | FR0010313486 | Tecnología | 07/04/2006 | 91,68 |
| 138 | PROWEBCE | FR0010355057 | Tecnología | 17/09/2010 | 35,77 |
| 139 | QIAGEN MARSEILLE | FR0010626028 | Medicina y Salud | 10/06/2008 | 79,02 |
| 140 | RELAXNEWS | FR0010232306 | Servicios al Consumidor | 16/12/2011 | 7,75 |
| 141 | RICHEL SERRES FRA. | FR0000078875 | Industrial | 03/05/2007 | 24,20 |
| 142 | ROCTOOL | FR0010523167 | Industrial | 13/11/2013 | 31,50 |
| 143 | ROUGIER S.A. | FR0000037640 | Industrial | 29/08/2012 | 30,83 |
| 144 | ROYALREESINK | NL0000379303 | Industrial | 12/04/2006 | 94,80 |
| 145 | SAFWOOD | IT0004013725 | Industrial | 27/02/2006 | 1,25 |
| 146 | SAPMER | FR0010776617 | Bienes de Consumo | 08/07/2009 | 67,61 |
| 147 | SERMA TECHNOLOGIES | FR0000073728 | Industrial | 14/12/2005 | 133,34 |
| 148 | SETTLEMENTS | BE0974261902 | Finanzas | 09/06/2011 | 2,65 |
| 149 | SICA INVEST | BE0003900207 | Finanzas | 30/12/2009 | 1,23 |
| 150 | SICAL | FR0000063653 | Industrial | 08/06/2010 | 87,97 |
| 151 | SIDETRADE | FR0010202606 | Tecnología | 07/07/2005 | 43,86 |
| 152 | SIPAREX CROISSANCE | FR0000061582 | Finanzas | 05/09/2011 | 31,25 |
| 153 | SOFTIMAT | BE0003773877 | Tecnología | 16/12/2011 | 19,94 |
| 154 | SOLABIOS | FR0010757377 | Industrial | 31/03/2011 | 2,20 |
| 155 | SOLUTIONS 30 SE | FR0010263335 | Tecnología | 10/06/2010 | 84,47 |
| 156 | SOLVING EFESO INTL | FR0004500106 | Industrial | 15/09/2011 | 54,38 |
| 157 | SOPHEON | GB00B8CLGJ79 | Tecnología | 24/09/2012 | 8,01 |
| 158 | SPINEGUARD | FR0011464452 | Medicina y Salud | 29/04/2013 | 40,98 |
| 159 | SPINeway | FR0011398874 | Medicina y Salud | 13/02/2013 | 31,07 |
| 160 | SPOREVER | FR0010213215 | Servicios al Consumidor | 18/07/2005 | 6,73 |
| 161 | STRADIM ESPAC.FIN | FR0000074775 | Finanzas | 06/07/2007 | 13,17 |
| 162 | STREAMWIDE | FR0010528059 | Tecnología | 16/11/2007 | 28,96 |
| 163 | STS GROUP | FR0010173518 | Tecnología | 30/09/2010 | 8,46 |
| 164 | TECHNLINE | FR0010212480 | Servicios al Consumidor | 05/08/2005 | 2,56 |
| 165 | THERADIAG | FR0004197747 | Medicina y Salud | 11/12/2012 | 29,16 |
| 166 | TOOLUX SANDING | LU0394945660 | Bienes de Consumo | 23/12/2008 | 23,59 |
| 167 | TR SERVICES | FR0000071763 | Tecnología | 29/11/2010 | 2,09 |
| 168 | TRAQUEUR | FR0004043487 | Tecnología | 12/04/2007 | 4,64 |
| 169 | TRILOGIQ | FR0010397901 | Industrial | 24/11/2006 | 71,40 |
| 170 | TTI | FR0010383877 | Tecnología | 18/04/2011 | 2,87 |
| 171 | TURENNE INV | FR0010395681 | Finanzas | 05/12/2006 | 19,17 |
| 172 | TUTO4PC.COM GROUP | FR0011068766 | Servicios al Consumidor | 07/07/2011 | 4,04 |
| 173 | TXCOM | FR0010654087 | Industrial | 07/12/2010 | 9,25 |
| 174 | UCAR | FR0011070457 | Servicios al Consumidor | 06/07/2011 | 25,70 |
| 175 | UMANIS | FR0010949388 | Tecnología | 05/02/2014 | 20,81 |
| 176 | VDI GROUP | FR0010337865 | Servicios al Consumidor | 22/01/2007 | 21,26 |
| 177 | VELCAN ENERGY | FR0010245803 | Utilidades | 14/03/2011 | 95,71 |
| 178 | VERGNET | FR0004155240 | Petróleo y Gas | 06/06/2007 | 13,79 |
| 179 | VEXIM | FR0011072602 | Medicina y Salud | 03/05/2012 | 64,41 |
| 180 | VISIONED GROUP | FR0011067669 | Medicina y Salud | 05/07/2011 | 9,82 |
| 181 | VISION IT | BE0003882025 | Tecnología | 21/12/2007 | 22,58 |
| 182 | VOYAGEURS DU MONDE | FR0004045847 | Servicios al Consumidor | 07/07/2006 | 127,76 |
| 183 | WEBORAMA | FR0010337444 | Servicios al Consumidor | 27/06/2006 | 37,79 |
| 184 | WEDIA | FR0010688440 | Tecnología | 12/07/2010 | 13,21 |

Capitalización total 10.450,94

Fuente :www. euronext.com /listing/ resource-library/report&statistics/monthly-statistics/cash market-monthly statistics/ cash market -Monthly statistics 31 Mar 2014

Anexo 3- Relación de empresas del mercado Alternext - Continuación
(Compañías que el 31 de marzo de 2014 ya no cotizaban en el mercado)

| Nº | Nombre | ISIN | Observaciones |
|----|--------------------------------|--------------|---|
| 1 | AB FENETRES GROUPE | FR0010385690 | Liquidación Judicial, Notice 22-1-2009 informa de la retirada de la cotización desde el 27-1-2009 |
| 2 | AB SCIENCE | FR0010557264 | Cotiza en Euronext París, Notice del 8-4-2010 informa de su cotización en Euronext París |
| 3 | ADVERLINE | FR0004176337 | Oferta de compra, Notice 14-11-2012 informa de la retirada de la cotización desde el 19-11-2012 |
| 4 | AEROWATT | FR0010396119 | Oferta de compra, Notice 15-4-2013 informa de la retirada de la cotización desde el 19-4-2013 |
| 5 | AgFEED INDUSTRIES, Inc | US00846L1017 | No figura en el apartado de la web Equities/Alternext/Product Directory |
| 6 | AIR ENERGY | BE0003865822 | No figura en el apartado de la web Equities/Alternext/Product Directory |
| 7 | ARKOON | FR0010481101 | Oferta de compra. Notice 10-7-2013 informa de la retirada de la cotización desde el 15-7-2013 |
| 8 | AUTO ESCAPE | FR0010423152 | Oferta de compra. Notice 2-5-2013 informa de la retirada de la cotización desde el 17-5 -2013 |
| 9 | AVENIR NUMERIC S | FR0000044885 | No figura en el apartado de la web Equities/Alternext/Product Directory |
| 10 | BROSSARD | FR0010447631 | Oferta de compra. Notice 22-7-2011 informa de la retirada de la cotización desde el 22-7-2011 |
| 11 | BTG Pactual | US05890C3034 | No figura en el apartado de la web Equities/Alternext/Product Directory |
| 12 | CBO TERRITORIA | FR0010193979 | Cotiza en Euronext París. Notice 21-9-2012 informa como mercado de las acciones Euronext París. |
| 13 | CEDIP | FR0010336222 | Oferta de compra. Notice 18-3-2008 informa de la retirada de la cotización desde el 15-4-2008 |
| 14 | CELEOS | FR0010324962 | Liquidación judicial. Notice 11-9-2009 informa de la retirada de la cotización desde el 13-5-2009 |
| 15 | CHINA CORN OIL | LU0340126951 | No figura en el apartado de la web Equities/Alternext/Product Directory |
| 16 | CONPOREC | CA2082824004 | No figura en el apartado de la web Equities/Alternext/Product Directory |
| 17 | CORTIX | FR0010459081 | Liquidación judicial. Notice 13-11-2012 informa de la retirada de la cotización desde el 15-11-2012 |
| 18 | eBIZCUSS.com | FR0000078859 | Liquidación judicial. Notice 1-10-2012 informe de la retirada de la cotización desde el 5-10-2012 |
| 19 | ECODIS (WI) | BE0003871887 | No figura en el apartado de la web Equities/Alternext/Product Directory |
| 20 | EFRONT | FR0010406777 | Suspensión de la cotización. Notice 23-11-2011 informa de la suspensión a petición de la sociedad |
| 21 | EMAILVISION | FR0004168045 | Oferta de compra. Notice 3-3-2011 informa de la retirada de la cotización desde el 18-3-2011 |
| 22 | GOADV | FR0010500975 | Oferta de compra. Notice 20-5-2010 informa de la retirada de la cotización desde el 9-6-2010 |
| 23 | GROUPE DIWAN | FR0000075244 | Oferta de compra. Notice 10-11-2006 informa de la retirada de la cotización |
| 24 | HUACHENG REAL ESTATE | LU0356372655 | No figura en el apartado de la web Equities/Alternext/Product Directory |
| 25 | IC TELECOM | FR0010480111 | Liquidación judicial. Notice 8-10-2012 informa de la retirada del mercado desde el 10-10-2012 |
| 26 | INTER.TECHN.SELECT | FR0010370163 | No figura en el apartado de la web Equities/Alternext/Product Directory |
| 27 | LAMARTHE | FR0010311597 | Suspensión de la cotización. Notice 29-12-2009 informa de la suspensión a petición de la sociedad |
| 28 | LAROCHE SA | FR0000077117 | Fusión por absorción. Notice 12-1-2010 informa de la retirada de la cotización. |
| 29 | LOYALTOUCH/ INITIATIVES ET DEV | FR0010354407 | Liquidación judicial. Notice 21-12-2010 informa de la retirada de la cotización desde el 23-12-2010 |
| 30 | MAESA/PARFUM D'IMAGE | FR0010288894 | Oferta de compra. Notice 7-12-2011 informa de la retirada de la cotización con fecha 9-12-2011 |
| 31 | MERCI PLUS GROUPE | FR0010857961 | Oferta de compra. Notice 16-3-2011 informa de la retirada de la cotización desde el 18-3-2011 |
| 32 | MINDSCAPE | FR0010257428 | Liquidación judicial. Notice 5-9-2012 informa la retirada de la cotización desde el 7-9-2012 |
| 33 | NEOTION | FR0004172260 | Oferta de compra. Notice 6-2-2014 informa de la retirada de la cotización desde el 21-2-2014 |
| 34 | NEWSPORTS | FR0010264515 | Oferta de compra. Notice 29-3-2007 informa de la retirada de la cotización |
| 35 | NORMACTION | FR0010210153 | Liquidación judicial. Notice 17-9-2012 informa de la retirada de la cotización desde el 24-9-2012 |
| 36 | ORAGENICS | US6840231046 | No figura en el apartado de la web Equities/Alternext/Product Directory |
| 37 | OTOR | FR0000064438 | Oferta de compra. Notice 22-10-2010 informa de la retirada de la cotización desde el 26-10-2010 |
| 38 | OVERLAP GROUPE | FR0010044149 | Cotiza en Euronext París. Notice 27-7-2008 |
| 39 | PRESS INDEX | FR0010314963 | Oferta de compra. Notice 8-10-2012 informa de la retirada de la cotización desde el 11-10-2012 |
| 40 | PROSERVIA | FR0010337485 | Oferta de compra. Notice 9-11-2011 informa de la retirada de la cotización desde el 10-11-2011 |
| 41 | POLYGONE | BE0974255847 | No figura en el apartado de la web Equities/Alternext/Product Directory |
| 42 | PORTHUS | BE0003854719 | No figura en el apartado de la web Equities/Alternext/Product Directory |
| 43 | RENTABILIWEB GROUP | BE0946620946 | No figura en el apartado de la web Equities/Alternext/Product Directory |
| 44 | SAFETIC | FR0010100016 | Liquidación judicial. Notice 10-5-2012 informa de la retirada de la cotización desde el 14-5-2012 |
| 45 | SIRAGA | FR0000060170 | Oferta de compra. Notice 13-6-2013,informa de la retirada de la cotización desde el 17-6 -2013 |
| 46 | SOVEP | FR0010342154 | Liquidación judicial. Notice 14-5-2009 informa de la retirada del mercado con fecha 18-5-2009 |
| 47 | THE MARKETINGGROUP | FR0000044679 | Oferta de compra. Notice 29-2-2012 informa de la retirada de la cotización desde el 7 -3-2012 |
| 48 | THENERGO | BE0947217122 | No figura en el apartado de la web Equities/Alternext/Product Directory |
| 49 | TMC | NL0000290997 | No figura en el apartado de la web Equities/Alternext/Product Directory |
| 50 | VENTOS | LU0120682983 | No figura en el apartado de la web Equities/Alternext/Product Directory |
| 51 | VIDEOFUTUR | FR0010841189 | Fusión por absorción. Notice 14-8-2013 informa de la retirada de la cotización desde el 12-9-2013 |
| 52 | XIRING | FR0004155612 | Oferta de compra. Notice 7-2-2012 informa de la retirada de la cotización desde el 10-2-2012 |
| 53 | YIN PARTNERS | FR0010461384 | Liquidación judicial. Notice 18-6-2009 informa de la retirada de la cotización desde el 23-6-2009 |

Fuente: www.euronext.com/equities/alternext/product_directory

ANEXO 4. Relación de empresas del mercado The Alternative Market

| Nº | Nombre de la Compañía | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|-----------------------------|--|-------------------------|--|--------------------------|--|
| 1 | Epsilon Net SA | Tecnología | GRS498003003 | 21/02/2008 | 3,13 |
| 2 | Mediterranea SA | Servicios al Consumidor | GRS500003009 | 28/02/2008 | 6,94 |
| 3 | Envitec SA | Actividad Industrial | GRS499003002 | 03/03/2008 | 13,39 |
| 4 | Doppler SA | Actividad Industrial | GRS502003007 | 07/05/2008 | 9,28 |
| 5 | EuroXX SA | Finanzas | GRS501003008 | 12/05/2008 | 31,31 |
| 6 | Entersoft SA | Tecnología | GRS503003006 | 03/06/2008 | 6,68 |
| 7 | Alpha Trust SA | Actividad Industrial | GRS504003005 | 01/08/2008 | 19,59 |
| 8 | Performance Technology IT Solutions AE | Tecnología | GRS505003004 | 17/09/2008 | 9,85 |
| 9 | Optronics Technologies SA | Telecomunicaciones | GRS506003003 | 09/12/2008 | 4,9 |
| 10 | Kriton Artos SA | Bienes de Consumo | GRS507003002 | 10/02/2009 | 5,32 |
| 11 | Biomedical and Robotics Tecnology S.A. | Medicina y Salud | GRS508003001 | 11/05/2009 | 9,72 |
| 12 | Food Link SA | Actividad Industrial | GRS510003015 | 06/08/2009 | 13,57 |
| 13 | Binta Vidavo SA | Tecnología | GRS511003006 | 12/03/2010 | 3,14 |
| 14 | Diversa | Servicios al Consumidor | GRS512003005 | 11/06/2010 | 4,03 |
| Capitalización total | | | | | 140,85 |

Fuente: www.helex.gr

ANEXO 5. Relación de empresas del mercado Entry Standard

| Nº | Nombre de la Compañía | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|-----------|------------------------------------|--------------------|--|--------------------------|--|
| 1 | Medical Columbus AG | DE0006618309 | Tecnología | 03/06/2005 | 4,15 |
| 2 | Nanostart AG | DE000A0B9VV6 | Industrial | 06/06/2005 | 22,77 |
| 3 | RCM Beteiligungs AG | DE000A1RFMY4 | Finanzas | 10/06/2005 | 22,38 |
| 4 | Ifa Systems AG | DE0007830788 | Industrial | 11/07/2005 | 16,37 |
| 5 | Net Mobile AG | DE0008137852 | Telecomunicaciones | 12/07/2005 | 93,36 |
| 6 | Informica Real Invest AG | DE0005266209 | Finanzas | 14/10/2005 | 25,73 |
| 7 | Seven Principles AG | DE0005941546 | Tecnología | 20/10/2005 | 18,58 |
| 8 | Design Bau AG | DE0006208333 | Finanzas | 25/10/2005 | 9,37 |
| 9 | Realtime Technology AG | DE0007012205 | Tecnología | 07/11/2005 | 176,75 |
| 10 | NanoFocus AG | DE0005400667 | Industrial | 14/11/2005 | 9,02 |
| 11 | Aragon AG | DE000A0B9N37 | Finanzas | 28/11/2005 | 16,62 |
| 12 | Cliq Digital AG | DE000A0HHJR3 | Telecomunicaciones | 28/11/2005 | 12,44 |
| 13 | Wallstreet:online Capital AG | DE000A0HL762 | Finanzas | 30/11/2005 | 5,53 |
| 14 | Haemato AG | DE0006190705 | Finanzas | 05/12/2005 | 92,46 |
| 15 | Plan Optik AG | DE000A0HGQS8 | Industrial | 29/12/2005 | 12,78 |
| 16 | Adinotec AG | DE000A0EQWK9 | Industrial | 04/01/2006 | 1,86 |
| 17 | ConVisual AG | DE0006204589 | Telecomunicaciones | 13/01/2006 | 6,24 |
| 18 | Bavaria Industriekapital AG | DE0002605557 | Industrial | 26/01/2006 | 235,66 |
| 19 | Wallstreet:online AG | DE0005507156 | Finanzas | 22/02/2006 | 3,78 |
| 20 | Feedback AG | DE000A0DRW95 | Finanzas | 02/03/2006 | 6,36 |
| 21 | Mox Deals AG | DE0005391908 | Finanzas | 03/04/2006 | 16,00 |
| 22 | Bio-Gate AG | DE000BGAG999 | Industrial | 05/04/2006 | 6,50 |
| 23 | Matica Technologies AG | DE000A0JELZ5 | Industrial | 12/05/2006 | 8,70 |
| 24 | Elite World S.A | LU0252519037 | Industrial | 15/05/2006 | 12,12 |
| 25 | EcoUnion AG | DE0005479604 | Servicios al Consumidor | 01/06/2006 | 0,06 |
| 26 | EQS Group AG | DE0005494165 | Tecnología | 08/06/2006 | 35,10 |
| 27 | ISC Business Technology AG | CH0024733161 | Tecnología | 19/06/2006 | 2,96 |
| 28 | Heliocentris Energy Solutions AG | DE000A0HMMW7 | Industrial | 26/06/2006 | 33,13 |
| 29 | Artec Technologies AG | DE0005209589 | Tecnología | 07/07/2006 | 3,01 |
| 30 | Basic Rescources AG | DE000A0JC0X | Finanzas | 07/07/2006 | 0,58 |
| 31 | Primag AG | DE0005870323 | Finanzas | 10/07/2006 | 4,99 |
| 32 | HumanOptics AG | DE0005346704 | Medicina y Salud | 11/07/2006 | 9,71 |
| 33 | Kofler Energies AG | DE000A0HNHE3 | Industrial | 14/08/2006 | 10,44 |
| 34 | Data Group AG | DE000A0JC8S7 | Finanzas | 14/09/2006 | 68,69 |
| 35 | Helma Eigenheimbau AG | DE000A0EQ578 | Bienes de Consumo | 19/09/2006 | 68,64 |
| 36 | Mercurius AG | DE000A0HKA7 | Finanzas | 06/10/2006 | 14,34 |
| 37 | Blue Cap AG | DE000A0JM2M1 | Industrial | 10/10/2006 | 15,00 |
| 38 | Quirin Bank AG | DE0005202303 | Finanzas | 12/10/2006 | 54,75 |
| 39 | Tradegate AG Wertpapierhandelsbank | DE0005216907 | Bienes de Consumo | 12/10/2006 | 730,49 |
| 40 | Berliner Synchron AG | DE000A0J39B7 | Industrial | 16/10/2006 | 4,09 |
| 41 | Nanogate AG | DE000A0JKHC9 | Industrial | 18/10/2006 | 100,43 |
| 42 | Mic AG | DE000A0KF6S5 | Finanzas | 25/10/2006 | 16,28 |
| 43 | Muehlhan AG | DE000A0KD0F7 | Industrial | 26/10/2006 | 41,91 |
| 44 | Ellexion AG | DE000A0KFKH0 | Industrial | 31/10/2006 | 4,05 |
| 45 | Asknet AG | DE000517330 | Industrial | 08/11/2006 | 11,50 |
| 46 | UR Holding S.p.A. | IT0003463772 | Tecnología | 08/11/2006 | 5,54 |

Fuente: www.deutsche-boerse.com/entrystandard

ANEXO 5. Relación de empresas del mercado Entry Standard -Continuación

| Nº | Nombre de la Compañía | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|----|---|--------------|--|-------------------|-----------------------------------|
| 47 | Nabaltec AG | DE000A0KPPR7 | Industrial | 24/11/2006 | 83,84 |
| 48 | MAX21 Management und Beteiligungen AG | DE000A0D88T9 | Finanzas | 28/11/2006 | 10,23 |
| 49 | Mox Telecom AG | DE0006605801 | Industrial | 06/12/2006 | 25,43 |
| 50 | CytoTools AG | DE000A0KFRJ1 | Medicina y Salud | 13/12/2006 | 8,46 |
| 51 | UET United Electronic Technology AG | DE000A0LBKW6 | Tecnología | 14/12/2006 | 3,63 |
| 52 | InterCard AG Informationssysteme | DE000A0JC0V8 | Tecnología | 05/01/2007 | 5,15 |
| 53 | Altira Aktiengesellschaft | DE0001218063 | Finanzas | 07/02/2007 | 15,43 |
| 54 | Conet Technologies AG | DE000A0LD6V0 | Finanzas | 28/02/2007 | 3,22 |
| 55 | Fidor Bank AG | DE000A0MKYF1 | Finanzas | 12/03/2007 | 35,95 |
| 56 | Varengold Wertpapierhandelsbank AG | DE0005479307 | Finanzas | 20/03/2007 | 12,90 |
| 57 | Twintec AG | DE000A0LSAT7 | Industrial | 22/03/2007 | 8,10 |
| 58 | Vectron Systems AG | DE000A0KEXC7 | Industrial | 23/03/2007 | 12,60 |
| 59 | InCity Immobilien AG | DE000A0HNF96 | Finanzas | 26/03/2007 | 15,52 |
| 60 | HWA AG | DE000A0LR4P1 | Bienes de Consumo | 19/04/2007 | 87,34 |
| 61 | Halloren Schokoladenfabrik Aktiengesellschaft | DE000A0LR5T0 | Bienes de Consumo | 11/05/2007 | 35,88 |
| 62 | TMM Real Estate Development PLC | US87260H1041 | Finanzas | 29/05/2007 | 18,13 |
| 63 | Deutsche Technologie Beteiligungen AG (DeTeBe) | DE0006637069 | Finanzas | 15/06/2007 | 12,31 |
| 64 | Steico SE | DE000A0LR936 | Industrial | 25/06/2007 | 96,15 |
| 65 | Ago AG Energie+Anlagen | DE000A0LR415 | Industrial | 28/06/2007 | 3,80 |
| 66 | m-ut AG Medgerate für Medizin und Umwelttechnik | DE000A0MSN11 | Industrial | 02/07/2007 | 17,36 |
| 67 | M4e AG | DE000A0MSEQ3 | Servicios al Consumidor | 19/07/2007 | 15,79 |
| 68 | 2G Energy AG | DE000A0HL8N9 | Telecomunicaciones | 31/07/2007 | 149,73 |
| 69 | H.P.I. Holding AG | DE0006001902 | Finanzas | 09/08/2007 | 22,78 |
| 70 | MagForce AG | DE000A0HGQF5 | Medicina y Salud | 20/09/2007 | 35,30 |
| 71 | Delignit AG | DE000A0MZ4B0 | Industrial | 26/09/2007 | 10,98 |
| 72 | Surikate Mittelstands AG | DE000A0LR4W7 | Finanzas | 25/10/2007 | 3,43 |
| 73 | Classic Dream Properties Ltd. | VGG219481071 | Finanzas | 12/11/2007 | 4,76 |
| 74 | KTG Agrar AG | DE000A0DN1J4 | Bienes de Consumo | 15/11/2007 | 74,92 |
| 75 | Greater China Precision Components Ltd. | SG9999005052 | Industrial | 20/11/2007 | 22,21 |
| 76 | Daldrup & Söhne AG | DE0007830572 | Industrial | 30/11/2007 | 64,55 |
| 77 | IT Competence Group N.V. | NL0006129074 | Tecnología | 04/12/2007 | 3,48 |
| 78 | AVW Immobilien AG | DE0005088900 | Finanzas | 18/03/2008 | 20,52 |
| 79 | L-Konzept Holding AG | DE000A0N3EU3 | Finanzas | 21/04/2008 | 3,05 |
| 80 | Ropal Europe AG | DE000A1MBGB4 | Industrial | 25/04/2008 | 2,83 |
| 81 | World Markets AG | CH0039402646 | Finanzas | 30/05/2008 | 4,39 |
| 82 | Mutares AG | DE000A0SM5H2 | Finanzas | 10/06/2008 | 187,18 |
| 83 | Mriya Agro Holding Public Limited | US62476F2002 | Bienes de Consumo | 01/07/2008 | 20,83 |
| 84 | SHF Communication Technologies AG | DE000A0KPMZ7 | Tecnología | 07/07/2008 | 17,16 |
| 85 | EPG [Engineered nanoProducts Germany] AG | DE000A0J3TN2 | Industrial | 15/09/2008 | 4,07 |
| 86 | StarDSL AG | DE000A0CASB4 | Telecomunicaciones | 25/09/2008 | 10,59 |
| 87 | CR Capital Real Estate AG | DE000A0WMQ53 | Finanzas | 01/10/2008 | 13,80 |
| 88 | UMT United Mobility Technology AG | DE0005286108 | Tecnología | 07/10/2008 | 13,09 |
| 89 | Agrarius AG | DE000A0SLN9 | Bienes de Consumo | 10/11/2008 | 6,04 |
| 90 | HMS Bergbau AG | DE0006061104 | Industrial | 08/12/2008 | 27,79 |
| 91 | vPE WertpapierhandelsBank AG | DE0006911605 | Finanzas | 10/02/2009 | 6,32 |
| 92 | Flatex AG | DE0005249601 | Finanzas | 30/06/2009 | 55,07 |

Fuente: www.deutsche-boerse.com/entrystandard

ANEXO 5. Relación de empresas del mercado Entry Standard -Continuación

| Nº | Nombre de la Compañía | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|-----------------------------|--|--------------|--|-------------------|-----------------------------------|
| 93 | MPH Mittelständische Pharma Holding AG | DE000A0NF697 | Medicina y Salud | 01/09/2009 | 55,17 |
| 94 | Universal Outdoor Group PLC | GB00B969QR24 | Servicios al Consumidor | 17/12/2009 | 2,66 |
| 95 | OTRS AG | DE000A0S9R3 | Tecnología | 23/12/2009 | 7,49 |
| 96 | Deutsche Rohstoff AG | DE000A1E8988 | Materias Básicas | 27/05/2010 | 147,66 |
| 97 | Tonkens Agrar AG | DE000A0XYG76 | Bienes de Consumo | 07/07/2010 | 53,75 |
| 98 | PA Power Automation AG | DE000A1EMHE0 | Tecnología | 26/08/2010 | 5,56 |
| 99 | AutoBank AG | AT0000A0K1J1 | Finanzas | 19/11/2010 | 2,00 |
| 100 | DTB - Deutsche Biogas AG | DE0006924400 | Industrial | 03/12/2010 | 7,22 |
| 101 | Formycon AG | DE000A1EWVY8 | Medicina y Salud | 20/12/2010 | 51,83 |
| 102 | Ecommerce Alliance AG | DE000A1C9YW6 | Servicios al Consumidor | 21/12/2010 | 16,03 |
| 103 | Weng Fine Art AG | DE0005181606 | Servicios al Consumidor | 02/01/2011 | 32,86 |
| 104 | Williams Grand Prix Holdings PLC | DE000A1H6VM4 | Servicios al Consumidor | 02/03/2011 | 201,00 |
| 105 | Dantron AG | DE000A0V9LA7 | Industrial | 13/04/2011 | 31,20 |
| 106 | Xanthus Holdings p.l.c. | MT0000580101 | Finanzas | 20/07/2011 | 0,40 |
| 107 | Amalphi AG | DE0008131350 | Tecnología | 18/08/2011 | 3,65 |
| 108 | Vasseti (UK) PLC | GB00B3ZLSS23 | Industrial | 22/08/2011 | 645,00 |
| 109 | Gruschwitz Textilwerke AG | DE0005910004 | Industrial | 29/12/2011 | 3,86 |
| 110 | Sofrinsky Experimental Mechanical Plant OJSC | US83402B2043 | Industrial | 23/03/2012 | 0,38 |
| 111 | CIG Wireless Corp. | US12551W1071 | Tecnología | 04/04/2012 | 16,41 |
| 112 | Goldrooster AG | DE000A0AYYU6 | Bienes de Consumo | 18/05/2012 | 62,16 |
| 113 | FilmConfect AG | CH0126286316 | Servicios al Consumidor | 25/05/2012 | 0,60 |
| 114 | Grand City Properties S.A. | LU0775917882 | Finanzas | 28/05/2012 | 533,40 |
| 115 | Prima Biomed Ltd. | US74154B2034 | Medicina y Salud | 05/06/2012 | 735,76 |
| 116 | VSG Vange Software Group AG | CH0149557099 | Tecnología | 21/06/2012 | 17,13 |
| 117 | KTG Energie AG | DE000A0HNG53 | Industrial | 29/06/2012 | 70,68 |
| 118 | Biolitec AG | AT0000A0VCT2 | Medicina y Salud | 29/06/2012 | 18,51 |
| 119 | Kilian Kerner AG | DE000A1H33L1 | Bienes de Consumo | 29/06/2012 | 4,40 |
| 120 | Ichor Coal N.V. | NL0010022307 | Materias Básicas | 29/06/2012 | 235,00 |
| 121 | China BPIC Surveying Instruments AG | DE000A1PG508 | Industrial | 20/11/2012 | 13,77 |
| 122 | Management Resource Solutions PLC | GB00B8BL4R23 | Industrial | 06/03/2013 | 40,74 |
| Capitalización total | | | | | 6.399,57 |

Fuente: www.deutsche-boerse.com/entrystandard

ANEXO 6. Relación de empresas del mercado Enterprise Securities Market (ESM)

| Nº | Nombre de la Compañía | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|-----------------------------|--------------------------------------|--------------|--|-------------------|-----------------------------------|
| 1 | Abbey plc | IE0000020408 | Industrial | 12/04/2005 | 236,78 |
| 2 | Allied Irish Banks plc | IE0000197834 | Finanzas | 26/01/2011 | 72976,56 |
| 3 | Conroy Diamonds & Gold plc | IE0002163354 | Materias Básicas | 07/12/2009 | 10,56 |
| 4 | CPL Resources plc | IE0007214426 | Industrial | 12/04/2005 | 222,98 |
| 5 | Dalata Hotel Group Plc | IE00BJMZDW83 | Servicios al consumidor | 19/03/2014 | 346,48 |
| 6 | Donegal Creameries plc | IE0002184616 | Bienes de Consumo | 30/09/2005 | 68,33 |
| 7 | Falcon Oil and Gas | CA3060711015 | Petroleo y Gas | 28/03/2013 | 113,35 |
| 8 | Fastnet Oli and Gas plc | GB00B85HRF56 | Petroleo y Gas | 14/05/2012 | 44,9 |
| 9 | First Derivatives plc | GB0031477770 | Tecnología | 08/06/2007 | 286,88 |
| 10 | Fyffes plc | IE0003295239 | Bienes de Consumo | 10/01/2007 | 398,86 |
| 11 | GameAccount Network plc | GB00BGCC6189 | Servicios al Consumidor | 25/11/2013 | 92,18 |
| 12 | Great Western Mining Corporation plc | IE00B1FR8863 | Materias Básicas | 18/11/2011 | 7,94 |
| 13 | Karelian Diamond Resources plc | IE00B01ZSK94 | Materias Básicas | 07/12/2009 | 7,06 |
| 14 | Merrion Pharmaceuticals plc | IE00B282VY28 | Medicina y Salud | 13/12/2007 | 10,69 |
| 15 | Mincon Group plc | IE00BD64C665 | Materias Básicas | 26/11/2013 | 214,73 |
| 16 | Origin Enterprises plc | IE00B1WV4493 | Bienes de Consumo | 05/06/2007 | 945 |
| 17 | Ormonde Mining plc | IE0006627891 | Materias Básicas | 12/04/2005 | 25,26 |
| 18 | Ovoca Gold plc | IE00B4XVDC01 | Materias Básicas | 12/04/2005 | 8,74 |
| 19 | Permanent TSB Group plc | IE00B59NXW72 | Finanzas | 01/03/2010 | 4090,89 |
| 20 | Petroceltic International plc | IE0003186172 | Petroleo y Gas | 31/07/2006 | 360,35 |
| 21 | Petroneft Resources plc | IE00B0Q82B24 | Petroleo y Gas | 27/09/2006 | 46,36 |
| 22 | Prime Active Capital plc | IE00B1Z9ZG98 | Finanzas | 20/09/2006 | 3,63 |
| 23 | Providence Resources plc | IE00B66B5T26 | Petroleo y Gas | 12/04/2005 | 161,62 |
| 24 | Total Produce plc | IE00B1HDWM43 | Bienes de Consumo | 02/01/2007 | 328,24 |
| 25 | TVC Holdings plc | IE00B1Z90V93 | Finanzas | 11/07/2007 | 83,29 |
| 26 | Zamano plc | IE00B1G17W46 | Tecnología | 26/02/2007 | 7,34 |
| | | | | Total | 81.099,00 |
| Exclusión | Allied Irish Banks plc | IE0000197834 | Finanzas | 26/01/2011 | 72.976,56 |
| Total capitalización | | | | | 8.122,44 |

Fuente: www.ise.ie

ANEXO 7. Relación de empresas del mercado First North

| Nº | Nombre de la Compañía | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|----|-----------------------------------|--------------|--|-------------------|-----------------------------------|
| 1 | Aqeri Holding AB | SE0001822495 | Tecnología | 19/06/2007 | 5,42 |
| 2 | Athena IT-Group A/S | DK0060084374 | Tecnología | 01/06/2006 | 6,17 |
| 3 | Auriant Mining AB | SE0001337213 | Materias Básicas | 19/07/2010 | 10,74 |
| 4 | Catella AB ser. A | SE0000188500 | Finanzas | 01/06/2006 | 58,96 |
| 5 | C-RAD AB ser. B | SE0002016352 | Medicina y Salud | 08/03/2010 | 40,44 |
| 6 | DK Company A/S | DK0010302488 | Bienes de Consumo | 02/04/2012 | 208,57 |
| 7 | Drillcon AB | SE0001770702 | Materias Básicas | 01/10/2009 | 15,56 |
| 8 | Empire AB ser. B | SE0000661589 | Industrial | 29/04/2011 | 2,54 |
| 9 | Ferronordic Machines AB | SE0005465929 | Bienes de Consumo | 03/12/2013 | 48,61 |
| 10 | Generic Sweden AB | SE0001790791 | Tecnología | 01/04/2008 | 5,60 |
| 11 | Immune Pharmaceuticals Ltd. | US45254C1018 | Medicina y Salud | 11/01/2006 | 7,31 |
| 12 | Invisio Communications AB | SE0001200015 | Tecnología | 01/11/2008 | 34,45 |
| 13 | InXL Innovation AB | SE0000671745 | Tecnología | 01/06/2006 | 10,29 |
| 14 | Mangold AB | SE0001449380 | Finanzas | 12/07/2012 | 8,49 |
| 15 | MedCap AB | SE0001121617 | Medicina y Salud | 08/06/2006 | 57,67 |
| 16 | Nordkom AB | SE0002053876 | Servicios al Consumidor | 19/06/2007 | 11,79 |
| 17 | Oscar Properties Holding AB | SE0005095601 | Finanzas | 18/06/2013 | 121,28 |
| 18 | Paradox Entertainment AB | SE0000598054 | Bienes de Consumo | 02/06/2006 | 3,82 |
| 19 | Pilum AB | SE0005133253 | Industrial | 10/04/2007 | 7,02 |
| 20 | Precio Systemutveckling AB ser. B | SE0000141137 | Tecnología | 16/04/2007 | 5,90 |
| 21 | Rasta Group AB | SE0000745143 | Servicios al Consumidor | 07/07/2010 | 32,98 |
| 22 | Selena Oil & Gas Holding AB | SE0001175803 | Petróleo y Gas | 01/06/2011 | 3,49 |
| 23 | WeSC AB | SE0001824103 | Servicios al Consumidor | 01/08/2009 | 8,30 |
| 24 | Wise Group AB | SE0001991670 | Industrial | 01/12/2010 | 20,97 |
| 25 | ZetaDisplay AB | SE0001105511 | Tecnología | 04/04/2011 | 4,18 |
| 26 | 2E Group AB | SE0000680902 | Servicios al Consumidor | 01/12/2008 | 19,04 |
| 27 | ADDvise Lab Solutions AB | SE0001306119 | Medicina y Salud | 05/06/2006 | 7,15 |
| 28 | Africa Oil Corp. | CA00829Q1019 | Petróleo y Gas | 19/07/2010 | 686,67 |
| 29 | Agellis Group AB | SE0001338047 | Industrial | 01/03/2010 | 2,09 |
| 30 | Agrokultura AB | SE0001913112 | Bienes de Consumo | 01/06/2006 | 42,72 |
| 31 | ALM Equity AB | SE0000540163 | Finanzas | 08/12/2012 | 125,44 |
| 32 | Amasten Holding AB | SE0005034550 | Finanzas | 28/01/2013 | 7,29 |
| 33 | Aqualife A/S | DK0060338572 | Medicina y Salud | 04/06/2007 | 1,30 |
| 34 | Arctic Gold AB | SE0000697948 | Materias Básicas | 23/11/2006 | 1,06 |
| 35 | Avtech Sweden AB B | SE0004270445 | Tecnología | 20/02/2012 | 10,33 |
| 36 | aXichem AB | SE0005250719 | Materias Básicas | 27/11/2013 | 11,51 |
| 37 | Betting Promotion Sweden AB | SE0001593914 | Servicios al Consumidor | 03/12/2012 | 3,89 |
| 38 | BIMObject AB | SE0005466406 | Tecnología | 13/01/2014 | 24,24 |
| 39 | Bredband2 i Skandinavien AB | SE0000648669 | Tecnología | 01/11/2008 | 30,55 |
| 40 | Brighter AB | SE0004019545 | Medicina y Salud | 14/03/2014 | 18,94 |
| 41 | Bringwell AB | SE0000436974 | Medicina y Salud | 01/06/2006 | 39,24 |

Excluidos: derechos de suscripción, warrants y bonos convertibles.

Fuente: www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth

ANEXO 7. Relación de empresas del mercado First North -Continuación

| Nº | Nombre de la Compañía | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|----|--------------------------------------|--------------|--|-------------------|-----------------------------------|
| 42 | Caperio Holding AB | SE0002692871 | Tecnología | 01/01/2009 | 7,98 |
| 43 | Cassandra Oil AB | SE0001234923 | Petróleo y Gas | 02/04/2012 | 128,79 |
| 44 | Cell Impact AB ser. B | SE0005003217 | Industrial | 20/02/2013 | 4,82 |
| 45 | Century Aluminum Company | IS0000014884 | Materias Básicas | 01/05/2008 | 14,05 |
| 46 | ChronTech Pharma AB | SE0001831017 | Medicina y Salud | 16/04/2007 | 5,46 |
| 47 | Confidence International AB | SE0000325839 | Industrial | 29/11/2011 | 1,38 |
| 48 | Cortus Energy AB | SE0001296542 | Petróleo y Gas | 18/02/2013 | 9,21 |
| 49 | Cryptzone AB ser.B | SE0005217791 | Tecnología | 25/09/2006 | 7,52 |
| 50 | CybAero AB | SE0005188711 | Industrial | 01/06/2006 | 38,58 |
| 51 | Dannemora Mineral AB | SE0001879818 | Materias Básicas | 06/07/2007 | 4,80 |
| 52 | Delarka Holding AB | SE0005504347 | Finanzas | 17/12/2013 | 60,90 |
| 53 | Deltaco AB | SE0003883800 | Tecnología | 19/04/2011 | 38,04 |
| 54 | Diadrom Holding AB | SE0001606906 | Tecnología | 07/12/2007 | 12,85 |
| 55 | Diamyd Medical AB | SE0005162880 | Medicina y Salud | 20/05/2013 | 6,89 |
| 56 | DIBS Payment Services AB | SE0001038092 | Industrial | 18/06/2007 | 58,88 |
| 57 | Dignitana AB | SE0002108001 | Medicina y Salud | 02/12/2011 | 24,40 |
| 58 | EgnsINVEST Ejdl., Tyskland A/S | DK0060118453 | Finanzas | 26/11/2010 | 30,98 |
| 59 | Ellen AB | SE0001233289 | Medicina y Salud | 01/05/2009 | 7,65 |
| 60 | Enalyzer A/S | DK0060070589 | Tecnología | 01/06/2006 | 2,30 |
| 61 | EnergyO Solutions Russia AB | SE0002016261 | Finanzas | 14/06/2007 | 34,44 |
| 62 | Eolus Vind AB ser. B | SE0002109330 | Petróleo y Gas | 01/01/2009 | 87,11 |
| 63 | Episurf Medical AB B | SE0003491562 | Medicina y Salud | 15/08/2011 | 39,10 |
| 64 | esoft systems A/S | DK0060069813 | Servicios al Consumidor | 01/03/2010 | 6,10 |
| 65 | EXINI Diagnostics AB | SE0001810284 | Tecnología | 07/10/2011 | 6,65 |
| 66 | FastPassCorp A/S | DK0060092203 | Tecnología | 25/05/2007 | 5,28 |
| 67 | Firefly AB | SE0000395428 | Industrial | 09/02/2007 | 15,09 |
| 68 | Forestlight Entertainment AB | SE0004871978 | Servicios al Consumidor | 01/06/2007 | 0,70 |
| 69 | Genovis AB | SE0002485979 | Medicina y Salud | 03/12/2007 | 9,76 |
| 70 | Ginger Oil AB | SE0005095643 | Petróleo y Gas | 18/10/2013 | 4,36 |
| 71 | Götenehus Group AB ser. B | SE0001799636 | Bienes de Consumo | 06/12/2006 | 22,45 |
| 72 | Hampöjan hf. | IS0000000305 | Bienes de Consumo | 13/02/2007 | 62,78 |
| 73 | Hansa Medical AB | SE0002148817 | Medicina y Salud | 25/06/2007 | 37,96 |
| 74 | HB Grandi hf. | IS0000000297 | Bienes de Consumo | 01/05/2009 | 344,99 |
| 75 | Header Compression Sweden Holding AB | SE0005704129 | Tecnología | 04/02/2011 | 11,48 |
| 76 | Hifab Group AB ser. B | SE0000483943 | Tecnología | 30/03/2007 | 24,01 |
| 77 | Immunicum AB | SE0005003654 | Medicina y Salud | 22/04/2013 | 44,18 |
| 78 | Impact Coatings AB | SE0001279142 | Materias Básicas | 01/10/2008 | 9,24 |
| 79 | Insplanet AB | SE0001718032 | Finanzas | 10/08/2009 | 10,28 |
| 80 | Jays AB | SE0003204908 | Bienes de Consumo | 16/12/2011 | 15,79 |
| 81 | JLT Mobile Computers AB | SE0000725624 | Tecnología | 12/07/2007 | 6,14 |
| 82 | Jobindex A/S | DK0060088367 | Industrial | 01/05/2008 | 47,74 |
| 83 | Kallebäck Property Invest AB | SE0005704079 | Finanzas | 28/03/2014 | 43,84 |
| 84 | Kancera AB | SE0003622265 | Medicina y Salud | 25/02/2011 | 29,42 |
| 85 | Kentima Holding AB | SE0005100757 | Tecnología | 19/06/2013 | 3,69 |
| 86 | KIF Håndbold Elite B A/S | DK0060091155 | Servicios al Consumidor | 17/10/2007 | 0,21 |
| 87 | Kopparberg Mineral AB ser. B | SE0001915190 | Materias Básicas | 22/02/2007 | 2,76 |
| 88 | Kopy Goldfields AB | SE0002245548 | Materias Básicas | 27/08/2010 | 4,73 |

Excluidos: derechos de suscripción, warrants y bonos convertibles.

Fuente: www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth

ANEXO 7. Relación de empresas del mercado First North –Continuación

| Nº | Nombre de la Compañía | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|-----------------------------|--|--------------|--|-------------------|-----------------------------------|
| 89 | Lappland Goldminers AB | SE0005308137 | Materias Básicas | 01/01/2009 | 2,95 |
| 90 | LightLab Sweden AB ser. B | SE0005126125 | Industrial | 01/05/2009 | 7,46 |
| 91 | Lucara Diamond Corp | CA54928Q1081 | Materias Básicas | 25/11/2011 | 44,83 |
| 92 | Luxonen S.A. SDB | SE0000168304 | Finanzas | 08/07/2013 | 27,08 |
| 93 | Mackmyra Svensk Whisky AB B | SE0000731747 | Bienes de Consumo | 16/12/2011 | 8,23 |
| 94 | MedCore AB | SE0001536467 | Tecnología | 10/11/2010 | 4,40 |
| 95 | Medical Prognosis Institute A/S | DK0060514487 | Medicina y Salud | 08/10/2013 | 15,29 |
| 96 | Mermaid A/S | DK0060074490 | Industrial | 29/06/2007 | 5,04 |
| 97 | Mindmancer AB | SE0005365681 | Tecnología | 23/10/2013 | 9,13 |
| 98 | Misen Energy AB | SE0001486952 | Petróleo y Gas | 12/06/2007 | 123,21 |
| 99 | Modern Ekonomi Sverige Holding AB | SE0001849605 | Industrial | 10/03/2014 | 13,20 |
| 100 | NetBooster Holding A/S | DK0060074144 | Servicios al Consumidor | 01/06/2006 | 5,99 |
| 101 | NetJobs Group AB | SE0001790346 | Industrial | 12/10/2006 | 4,28 |
| 102 | New Equity Venture Internat AB B | SE0004020931 | Servicios al Consumidor | 21/08/2012 | 1,03 |
| 103 | New Nordic Healthbrands AB | SE0001838038 | Servicios al Consumidor | 09/11/2007 | 8,68 |
| 104 | Nexam Chemical Holding AB | SE0005101003 | Materias Básicas | 23/04/2013 | 138,30 |
| 105 | Nischer AB | SE0000308298 | Finanzas | 08/07/2011 | 1,97 |
| 106 | Nordic Leisure AB | SE0001666553 | Servicios al Consumidor | 14/07/2006 | 11,13 |
| 107 | North Chemical AB | SE0005504669 | Materias Básicas | 19/12/2013 | 5,87 |
| 108 | Oniva Online Group Europe AB | SE0005249570 | Tecnología | 12/07/2007 | 73,86 |
| 109 | Online Brands Nordic AB | SE0001960949 | Servicios al Consumidor | 27/08/2010 | 0,48 |
| 110 | Pallas Group AB | SE0003329994 | Industrial | 07/07/2010 | 2,11 |
| 111 | PetroGrand AB | SE0001587593 | Petróleo y Gas | 01/12/2010 | 35,99 |
| 112 | PledPharma AB | SE0003815604 | Medicina y Salud | 07/04/2011 | 39,71 |
| 113 | Polyplank AB | SE0005569290 | Materias Básicas | 10/01/2014 | 2,96 |
| 114 | Precomp Solutions AB ser. B | SE0002114330 | Industrial | 01/06/2006 | 4,31 |
| 115 | REHACT AB B | SE0005498557 | Industrial | 11/11/2013 | 5,23 |
| 116 | RusForest AB | SE0005132511 | Materias Básicas | 19/12/2006 | 28,18 |
| 117 | Russian Real Estate Inv. Comp. AB ser. B | SE0001199233 | Finanzas | 14/07/2006 | 4,32 |
| 118 | SAV-Rahoitus Oyj | FI0009015713 | Finanzas | 07/06/2007 | 3,24 |
| 119 | ScandBook Holding AB | SE0003175660 | Servicios al Consumidor | 31/03/2010 | 5,42 |
| 120 | Shamara Petroleum Corp | CA8193201024 | Petróleo y Gas | 22/06/2011 | 94,69 |
| 121 | Sili Solutions Oyj | FI4000043435 | Tecnología | 15/10/2012 | 20,83 |
| 122 | SJR in Scandinavia AB ser. B | SE0000693616 | Industrial | 31/03/2010 | 30,70 |
| 123 | Skåne-möller AB | SE0000476228 | Bienes de Consumo | 10/07/2008 | 38,23 |
| 124 | Skånska Energi AB B | SE0004051969 | Utilidades | 08/12/2011 | 46,00 |
| 125 | Sláturfélag Suðurlands svf. | IS0000001311 | Bienes de Consumo | 14/07/2011 | 1,57 |
| 126 | Smarteq AB ser. B | SE0000480808 | Tecnología | 28/06/2007 | 13,79 |
| 127 | Sportamore AB | SE0004777241 | Servicios al Consumidor | 25/10/2012 | 43,10 |
| 128 | Stille AB | SE0000998650 | Medicina y Salud | 09/06/2006 | 8,03 |
| 129 | Taaleritehdas Oyj | FI4000062195 | Finanzas | 24/04/2013 | 28,37 |
| 130 | TagMaster AB ser. B | SE0000514408 | Industrial | 01/06/2006 | 8,54 |
| 131 | Travelmarket.com A/S | DK0060099992 | Servicios al Consumidor | 01/06/2006 | 2,17 |
| 132 | TrustBuddy International AB | SE0001295437 | Servicios al Consumidor | 25/09/2006 | 90,79 |
| 133 | Unlimited Travel Group AB | SE0001834821 | Servicios al Consumidor | 01/05/2008 | 7,81 |
| 134 | West International AB | SE0002169292 | Industrial | 29/06/2006 | 4,89 |
| 135 | Vigmed Holding AB | SE0005034576 | Medicina y Salud | 15/02/2013 | 85,65 |
| 136 | Vinovo AB | SE0001994658 | Finanzas | 22/10/2007 | 14,39 |
| 137 | WirTek A/S | DK0060040913 | Tecnología | 02/06/2008 | 0,52 |
| 138 | Xvivo Perfusion AB | SE0004840718 | Medicina y Salud | 08/10/2012 | 85,26 |
| 139 | Zeeland Oyj | FI0009015580 | Servicios al Consumidor | n.d. | 3,86 |
| Capitalización total | | | | | 4.441 |

Excluidos: derechos de suscripción, warrants y bonos convertibles.

Fuente: www.nasdaqomxnordic.com/firstnorth

ANEXO 8. Relación de empresas del Mercado Alternativo Bursátil - Empresas en Expansión

| Nº | Nombre de la Compañía | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|-----------------------------|--|--------------|--|-------------------|-----------------------------------|
| 1 | Zinkia Entertainment, S.A. | ES0184849018 | Servicios al Consumidor | 15/07/2009 | 11,73 |
| 2 | Imaginarium S.A. | ES0147791018 | Servicios al Consumidor | 01/12/2009 | 39,70 |
| 3 | Let's Gowex S.A. | ES0158252017 | Telecomunicaciones | 12/03/2010 | 1.799,14 |
| 4 | Medcom Tech, S.A. | ES0161857018 | Medicina y Salud | 25/03/2010 | 143,44 |
| 5 | Bodaclick, S.A. | ES0171957014 | Servicios al Consumidor | 30/06/2010 | 7,60 |
| 6 | Neuron Biopharma, S.A. | ES0166198012 | Medicina y Salud | 01/07/2010 | 18,17 |
| 7 | AB Biotics S.A. | ES0109659013 | Medicina y Salud | 20/07/2010 | 36,27 |
| 8 | Altia Consultores, S.A. | ES0113312005 | Tecnología | 01/12/2010 | 56,06 |
| 9 | Eurona Wireless Telecom, S.A. | ES0133443004 | Tecnología | 15/12/2010 | 100,05 |
| 10 | Commcenter, S.A. | ES0121071007 | Tecnología | 30/12/2010 | 18,10 |
| 11 | Eurospes, S.A. | ES0133421000 | Medicina y Salud | 16/02/2011 | 7,22 |
| 12 | Lumar Natural Seafood, S.A. | ES0158746026 | Bienes de Consumo | 06/07/2011 | 6,18 |
| 13 | Secuoya Grupo de Comunicación, S.A. | ES0131703003 | Servicios al Consumidor | 28/07/2011 | 25,61 |
| 14 | Catenon, S.A. | ES0112320009 | Tecnología | 06/06/2011 | 30,88 |
| 15 | Griñó Ecologic, S.A. | ES0143328005 | Actividad Industrial | jul-11 | 112,92 |
| 16 | Bionaturis -Bioorganic Research and Services, S.A. | ES0184980003 | Medicina y Salud | 26/01/2012 | 52,15 |
| 17 | Carbures Europe S.A. | ES0116162001 | Actividad Industrial | 23/03/2012 | 741,13 |
| 18 | World Wide Web Ibercom, S.A. | ES0184696013 | Tecnología | 30/03/2012 | 110,58 |
| 19 | Suavitas, S.A. | ES0176406009 | Servicios al consumidor | 12/04/2012 | 8,10 |
| 20 | 1nkemia IUCT Group S.A. | ES0156303002 | Medicina y Salud | 21/12/2012 | 63,63 |
| 21 | Ebioss Energy, AD | BG1100025128 | Actividad Industrial | 05/07/2013 | 24,82 |
| Capitalización total | | | | | 3.413,46 |

Fuente: www.bolsasymercados.es/mab

Anexo 8- Compañías que estuvieron en MAB-EE y que al 31 de marzo de 2014 ya no estaban en el mercado

| Nº | Nombre | ISIN | Industria | Fecha de registro | Observaciones |
|----|-----------------------------|--------------|-------------------------|-------------------|---|
| 1 | Negocio&Estylo de Vida S.A. | ES0165946015 | Servicios al consumidor | 07/06/2010 | H.Relevante de 19032013 la sociedad entra en concurso de acreedores |
| 2 | Grupo Nostrum | ES0162603007 | Servicios al consumidor | 10/11/2010 | H.Relevante de 23012013 y 04032013 la sociedad entra en concurso de acreedores. |

ANEXO 9. Relación de empresas del mercado New Connect

| Nº | Nombre de la Compañía | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|----|-----------------------|--------------|--|-------------------|-----------------------------------|
| 1 | 01CYBATON 01CYBATON | PLVCAOC00015 | Servicios al Consumidor | 15/04/2008 | 3,57 |
| 2 | 11BIT 11BIT | PL11BTS00015 | Tecnología | 28/10/2010 | 6,27 |
| 3 | 2INTELLECT 2INTELLECT | PL2INTC00018 | Tecnología | 13/03/2014 | 0,36 |
| 4 | 5THAVENUE 5THAVENUE | PL5AVNH00013 | Finanzas | 01/02/2012 | 7,54 |
| 5 | 8FORMULA 8FORMULA | PLFORM800015 | Actividad Industrial | 18/10/2011 | 0,69 |
| 6 | ABAK ABAK | PLABAK000013 | Finanzas | 14/10/2010 | 0,97 |
| 7 | ABPOL ABPOL | PLABPLC00015 | Servicios al Consumidor | 18/04/2013 | 1,86 |
| 8 | ABSINVEST ABSINVEST | PLABSIN00012 | Finanzas | 01/02/2011 | 3,07 |
| 9 | ACARTUS ACARTUS | PLACRTS00018 | Finanzas | 20/04/2011 | 0,43 |
| 10 | ACREBIT ACREBIT | PLACREO00019 | Tecnología | 29/08/2011 | 1,10 |
| 11 | ADASTRA ADASTRA | PLASTRA00012 | Actividad Industrial | 14/10/2011 | 0,58 |
| 12 | ADFORM ADFORM | PLADFRM00026 | Tecnología | 14/05/2013 | 5,94 |
| 13 | ADMASSIVE ADMASSIVE | PLADMSV00013 | Servicios al Consumidor | 21/06/2012 | 0,24 |
| 14 | ADMIRAL ADMIRAL | PLADMBT00013 | Tecnología | 01/07/2011 | 14,34 |
| 15 | ADUMA ADUMA | PLADUMA00013 | Servicios al Consumidor | 24/02/2012 | 2,01 |
| 16 | ADVERTIGO ADVERTIGO | PLADMSC00013 | Servicios al Consumidor | 21/12/2011 | 0,78 |
| 17 | AEDES AEDES | PLAEDES00016 | Actividad Industrial | 18/06/2012 | 0,89 |
| 18 | AERFINANC | GB00B42V2T10 | Actividad industrial | 06/05/2011 | 2,19 |
| 19 | AFHOL AFHOL | PLMNTHL00016 | Finanzas | 19/08/2011 | 1,29 |
| 20 | AGROLIGA | CY0101452114 | Finanzas | 11/02/2011 | 29,82 |
| 21 | AGROMA AGROMA | PLAGROM00013 | Servicios al Consumidor | 22/03/2010 | 0,21 |
| 22 | AGROMEP AGROMEP | PLAGRMP00010 | Servicios al Consumidor | 14/01/2014 | 5,47 |
| 23 | AGROTOUR AGROTOUR | PLAGRTR00011 | Servicios al Consumidor | 11/06/2013 | 0,59 |
| 24 | AHGROUP AHGROUP | PLDAABH00013 | Servicios al Consumidor | 05/05/2011 | 17,41 |
| 25 | AIRMARKET AIRMARKET | PLAIRMK00017 | Actividad Industrial | 25/10/2010 | 0,32 |
| 26 | AITON AITON | PLATCDL00013 | Telecomunicaciones | 09/12/2011 | 1,88 |
| 27 | AKCEPTFIN AKCEPTFIN | PLAKCFN00013 | Finanzas | 10/03/2011 | 0,86 |
| 28 | ALDA ALDA | PLALDA000010 | Tecnología | 27/12/2011 | 0,33 |
| 29 | ALEJA ALLEY | PLALSMC00016 | Tecnología | 06/06/2012 | 0,40 |
| 30 | ALKAL ALKAL | PLALKAL00019 | Actividad Industrial | 30/12/2010 | 2,34 |
| 31 | ALUMAST ALUMAST | PLALMST00010 | Actividad Industrial | 03/01/2008 | 0,51 |
| 32 | ANALIZY ANALYSIS | PLONLIN00013 | Actividad Industrial | 05/10/2010 | 3,86 |
| 33 | APIS APIS | PLHMSG000019 | Actividad Industrial | 08/04/2010 | 1,41 |
| 34 | APS APS | PLPOMST00012 | Tecnología | 19/12/2008 | 4,13 |
| 35 | APSENERGY APSENERGY | PLAPSEN00011 | Tecnología | 08/08/2013 | 20,04 |
| 36 | AQUABB AQUABB | PLAQUA000014 | Actividad Industrial | 21/12/2010 | 37,42 |
| 37 | AQUAPOZ AQUAPOZ | PLAQA0000014 | Actividad Industrial | 16/08/2010 | 2,22 |
| 38 | ARAMUS Aramus | PLPNCNR00010 | Finanzas | 05/11/2007 | 0,86 |
| 39 | ARI ARI | PLAGRIN00013 | Actividad Industrial | 05/12/2012 | 0,43 |
| 40 | ARTBIZNES ARTBIZNES | PLARTBM00013 | Servicios al Consumidor | 02/10/2012 | 3,76 |
| 41 | ARTEFE ARTEFE | PLARTFE00011 | Actividad Industrial | 31/07/2009 | 0,49 |
| 42 | ARTNEWMED ARTNEWMED | PLANMD000014 | Actividad Industrial | 05/11/2008 | 0,27 |
| 43 | ASMGROUP ASMGROUP | PLASMGR00014 | Actividad Industrial | 18/03/2013 | 29,59 |
| 44 | ASSETUS ASSETUS | PLASSTS00012 | Actividad Industrial | 05/07/2010 | 2,59 |
| 45 | ASTORIA ASTORIA | PLBIOMD00017 | Finanzas | 16/11/2010 | 3,51 |
| 46 | ASTRO ASTRO | PLASTRO00013 | Servicios al Consumidor | 07/04/2010 | 9,38 |

Fuente: www.newconnect.pl

ANEXO 9. Relación de empresas del mercado New Connect –Continuación

| Nº | Nombre de la Compañía | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|----|-----------------------|--------------|--|-------------------|-----------------------------------|
| 47 | ATCCARGO ATCCARGO | PLATCRG00013 | Actividad Industrial | 25/06/2010 | 10,57 |
| 48 | ATONHT ATONHT | PLATNHT00014 | Utilidades | 29/02/2008 | 1,56 |
| 49 | AUTOSPA AUTOSPA | PLAUTSP00014 | Actividad Industrial | 12/04/2012 | 8,86 |
| 50 | AZTEC AZTEC | PLAZTEC00011 | Actividad Industrial | 27/07/2010 | 5,19 |
| 51 | B2BPARTNER B2BPARTNER | PLZKPCM00011 | Servicios al Consumidor | 24/06/2008 | 0,58 |
| 52 | BALTICINV BALTICINV | PLINPNT00013 | Finanzas | 18/05/2011 | 42,74 |
| 53 | BALTICON BALTICON | PLBLT0000013 | Actividad Industrial | 27/01/2011 | 19,35 |
| 54 | BAUMAL BAUMAL | PLBMLGR00017 | Actividad Industrial | 05/07/2012 | 9,57 |
| 55 | BBCONSULT BBCONSULT | PLBBCLS00017 | Actividad Industrial | 22/11/2012 | 3,97 |
| 56 | BETOMAX BETOMAX | PLBETMX00013 | Actividad Industrial | 04/04/2013 | 11,42 |
| 57 | BGE BGE | PLBGE0000015 | Petróleo y Gas | 07/06/2011 | 0,60 |
| 58 | BGSENERGY | CZ0005121707 | Tecnología | 28/09/2009 | 21,75 |
| 59 | BINARY BINARY | PLBNRHL00013 | Tecnología | 15/11/2011 | 0,16 |
| 60 | BIOERG BIOERG | PLBIORG00019 | Utilidades | 22/03/2011 | 0,71 |
| 61 | BIOFACTOR BIOFACTOR | PLBFCTR00013 | Tecnología | 19/09/2012 | 1,07 |
| 62 | BIOGENED BIOGENED | PLBIOGN00018 | Medicina y Salud | 31/08/2011 | 6,25 |
| 63 | BIOMASS BIOMASS | PLBMSEP00011 | Petróleo y Gas | 07/12/2012 | 5,39 |
| 64 | BIOMAX BIOMAX | PLBOMAX00012 | Medicina y Salud | 09/05/2011 | 7,36 |
| 65 | BIOMAXIMA BIOMAXIMA | PLBIOMX00015 | Medicina y Salud | 08/06/2010 | 3,15 |
| 66 | BIOMEDLUB BIOMEDLUB | PLBMDLB00018 | Medicina y Salud | 29/07/2011 | 35,55 |
| 67 | BLACKPOIN BLACKPOIN | PLBLKPT00018 | Utilidades | 14/05/2010 | 3,33 |
| 68 | BLIRT BLIRT | PLBLIRT00018 | Medicina y Salud | 16/03/2011 | 2,63 |
| 69 | BLOOBER BLOOBER | PLBLOBR00014 | Tecnología | 27/06/2011 | 2,42 |
| 70 | BLUETAX BLUETAX | PLBLTXG00010 | Finanzas | 06/02/2008 | 0,67 |
| 71 | BLUMERANG BLUMERANG | PLBLMPI00017 | Finanzas | 14/12/2007 | 1,22 |
| 72 | BOA BOA | PLDRKND00010 | Finanzas | 13/09/2010 | 0,20 |
| 73 | BOMEDIA BOMEDIA | PLBLOCM00013 | Servicios al Consumidor | 09/04/2013 | 0,57 |
| 74 | BOOMERANG BOOMERANG | PLBMRNG00013 | Servicios al Consumidor | 08/01/2014 | 0,80 |
| 75 | BPC BPC | PLBLKPC00014 | Finanzas | 31/03/2010 | 0,58 |
| 76 | BPI BPI | PLCRBON00018 | Finanzas | 08/10/2008 | 0,12 |
| 77 | BRASTER BRASTER | PLBRSTR00014 | Medicina y Salud | 20/12/2012 | 10,02 |
| 78 | BRIJU BRIJU | PLBRIJU00010 | Servicios al Consumidor | nd | 17,92 |
| 79 | BROADGATE BROADGATE | PLBRDGT00019 | Servicios al Consumidor | 24/01/2011 | 0,89 |
| 80 | CALESCO CALESCO | PLCLESC00019 | Actividad Industrial | 13/08/2010 | 0,67 |
| 81 | CASPAR CASPAR | PLCSPAM00017 | Finanzas | 08/12/2011 | 21,18 |
| 82 | CCS CCS | PLCCS0000012 | Finanzas | 28/12/2012 | 16,76 |
| 83 | CCTOOLS CCTOOLS | PLCCTLS00017 | Actividad Industrial | 04/07/2011 | 0,58 |
| 84 | CDE CDE | PLCDE0000010 | Finanzas | 25/03/2013 | 0,60 |
| 85 | CEEOP CEEOP | PLGURDR00013 | Finanzas | nd | 17,98 |
| 86 | CENTURION CENTURION | PLSTRGM00014 | Finanzas | 30/08/2012 | 0,15 |
| 87 | CERABUD CERABUD | PLCRBUD00016 | Finanzas | 21/12/2009 | 0,57 |
| 88 | CEREALPLT | CY0103021610 | Actividad industrial | 09/12/2013 | 21,00 |
| 89 | CFBPS CFBPS | PLCFBPS00019 | Finanzas | 06/12/2011 | 12,03 |
| 90 | CLOUD CLOUD | PLCLDTC00019 | Tecnología | 18/05/2012 | 1,18 |
| 91 | CODEMEDIA CODEMEDIA | PLCODMD00016 | Servicios al Consumidor | nd | 11,45 |
| 92 | COLEOS COLEOS | PLCOLES00014 | Servicios al Consumidor | nd | 39,42 |

Fuente: www.newconnect.pl

ANEXO 9. Relación de empresas del mercado New Connect –Continuación

| Nº | Nombre de la Compañía | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|-----|-----------------------|--------------|--|-------------------|-----------------------------------|
| 93 | COMPRESS COMPRESS | PLCMPRS00011 | Servicios al Consumidor | 28/05/2008 | 0,23 |
| 94 | COPERNIC COPERNIC | PLCPRSC00012 | Finanzas | 13/07/2010 | 8,59 |
| 95 | CSY CSY | PLCSYSA00016 | Tecnología | 23/12/2010 | 7,85 |
| 96 | CUBEITG CUBEITG | PLMCINT00013 | Tecnología | nd | 12,89 |
| 97 | CWPE CWPE | PLCWPE00017 | Actividad Industrial | 23/09/2010 | 0,34 |
| 98 | CYG CYG | PLABNET00019 | Servicios al Consumidor | 14/09/2011 | 2,06 |
| 99 | DANKS DANKS | PLDANKS00014 | Finanzas | 17/05/2011 | 1,82 |
| 100 | DASE DASE | PLDSFNG00011 | Finanzas | 05/08/2011 | 0,43 |
| 101 | DEKTRA DEKTRA | PLDKTRA00013 | Servicios al Consumidor | 14/06/2011 | 2,65 |
| 102 | DEMOLEN DEMOLEN | PLDEMOL00015 | Servicios al Consumidor | 22/08/2011 | 1,89 |
| 103 | DENTAMDC DENTAMDC | PLDNTMD00012 | Medicina y Salud | 17/12/2009 | 2,93 |
| 104 | DEPEND DEPEND | PLDEPND00017 | Servicios al Consumidor | 27/12/2010 | 1,18 |
| 105 | DEVORAN Devoran | PLVGUAR00011 | Servicios al Consumidor | 30/08/2007 | 0,23 |
| 106 | DFP DFP | PLDFP0000019 | Finanzas | 20/03/2008 | 1,56 |
| 107 | DIGATE DiGata | PLNOVIN00012 | Tecnología | 03/08/2010 | 0,17 |
| 108 | DIGITAL DIGITAL | PLDGTA00013 | Servicios al Consumidor | 30/08/2007 | 0,52 |
| 109 | DOBRANASZA DOBRANASZA | PLDBNSZ00010 | Actividad Industrial | nd | 3,74 |
| 110 | DOMENOMAN DOMENOMAN | PLDMNMN00016 | Tecnología | 14/04/2011 | 0,38 |
| 111 | DOMEXBUD DOMEXBUD | PLDOMEX00010 | Finanzas | nd | 2,29 |
| 112 | DOMLEK DOMLEK | PLDMLKR00023 | Medicina y Salud | 31/01/2011 | 3,62 |
| 113 | DOMZDROW DOMZDROW | PLDZDRW00019 | Tecnología | 16/09/2008 | 0,10 |
| 114 | DORADCY24 DORADCY24 | PLDRD2400010 | Finanzas | 26/06/2008 | 0,90 |
| 115 | DRUKPAK DRUKPAK | PLDRPK00010 | Finanzas | 20/12/2010 | 21,79 |
| 116 | DXD DXD | PLDDSA000010 | Actividad Industrial | 16/09/2011 | 0,03 |
| 117 | DYWILAN DYWILAN | PLDWLAN00014 | Servicios al Consumidor | 04/02/2011 | 5,31 |
| 118 | EASTSIDE EASTSIDE | PLEENRG00014 | Finanzas | 22/06/2010 | 0,95 |
| 119 | EASYCALL EASYCALL | PLESCLL00010 | Telecomunicaciones | 11/04/2011 | 1,91 |
| 120 | EBC ECB | PLEBCSL00011 | Finanzas | 04/09/2012 | 1,06 |
| 121 | ECA ECA | PLAUXLM00026 | Finanzas | 27/09/2007 | 1,30 |
| 122 | ECOTECH Ecotech | PLECTPL00019 | Tecnología | 22/11/2011 | 1,18 |
| 123 | EDISON EDISON | PLEDSO00018 | Tecnología | 30/03/2012 | 1,43 |
| 124 | EFENERGII EFENERGII | PLINTRW00028 | Tecnología | 13/07/2011 | 0,10 |
| 125 | EFICOM EFICOM | PLEFCOM00019 | Finanzas | 03/12/2007 | 0,41 |
| 126 | EFIXDM EFIXDM | PLEFIX000012 | Finanzas | 21/08/2013 | 1,95 |
| 127 | EGB EGB | PLEGBIV00012 | Finanzas | 29/09/2010 | 8,45 |
| 128 | EKIOSK EKIOSK | PLEKOSK00019 | Tecnología | 09/12/2009 | 0,95 |
| 129 | EKOBX EKOBX | PLEKOBX00018 | Actividad Industrial | 09/09/2011 | 6,73 |
| 130 | EKOKOGEN EKOKOGEN | PLEKGNR00011 | Petroleo y Gas | 25/05/2012 | 2,49 |
| 131 | EKOPOL EKOPOL | PLEKPLG00019 | Tecnología | 27/08/2008 | 2,95 |
| 132 | EMMERSON EMMERSON | PLEMRSN00012 | Finanzas | 10/09/2010 | 0,80 |
| 133 | EMMWH EMMWH | PLRKLMF00010 | Servicios al Consumidor | 19/06/2012 | 0,29 |
| 134 | EMONT EMONT | PLEKTRM00016 | Actividad Industrial | 14/05/2009 | 1,67 |

Fuente: www.newconnect.pl

ANEXO 9. Relación de empresas del mercado New Connect –Continuación

| Nº | Nombre de la Compañía | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|-----|-----------------------|--------------|--|-------------------|-----------------------------------|
| 135 | EMUZYKA EMUZYKA | PLEMZKA00019 | Servicios al Consumidor | 21/12/2007 | 2,43 |
| 136 | EONET EONET | PLEONTW00016 | Tecnología | 25/04/2012 | 1,56 |
| 137 | EPICTURES EPICTURES | PLESTPT00018 | Servicios al Consumidor | 22/12/2009 | 0,23 |
| 138 | EPIGON EPIGON | PLEPIGN00019 | Servicios al Consumidor | 13/02/2008 | 4,43 |
| 139 | EQUITIER EQUITIER | PLAPCQT00016 | Finanzas | 12/06/2012 | 3,19 |
| 140 | ERS ERS | PLEURSS00014 | Telecomunicaciones | 23/05/2011 | 0,34 |
| 141 | ESKIMOS ESKIMOS | PLESKMS00016 | Servicios al Consumidor | 19/08/2010 | 1,73 |
| 142 | ESOTIQ ESOTIQ | PLESTHN00018 | Servicios al Consumidor | 16/06/2011 | 9,45 |
| 143 | ESPEROTIA Esperotia | PLESPRT00012 | Petroleo y Gas | 19/07/2012 | 0,54 |
| 144 | EUROCENT Eurocents | PLERCNT00011 | Finanzas | 06/02/2013 | 2,25 |
| 145 | EUROSNACK EUROSNACK | PLERSNK00016 | Servicios al Consumidor | 01/07/2010 | 2,58 |
| 146 | EUROTAX EUROTAX | PLEURTX00012 | Finanzas | 28/01/2010 | 1,56 |
| 147 | EXAMOBILE EXAMOBILE | PLEXMBL00010 | Tecnología | 17/12/2012 | 1,17 |
| 148 | EXOUPOS EXOUPOS | PLGEXUP00013 | Tecnología | 28/05/2013 | 16,73 |
| 149 | EZO EZO | PLEZOSA00018 | Utilidades | 10/01/2011 | 6,13 |
| 150 | FABRFORMY FABRFORMY | PLFFRMY00013 | Servicios al Consumidor | 29/03/2011 | 5,03 |
| 151 | FABRYKAKD FABRYKAKD | PLFKDRW00016 | Actividad Industrial | 21/03/2013 | 1,63 |
| 152 | FACHOWCY FACHOWCY | PLFCHVT00012 | Servicios al Consumidor | 15/02/2012 | 1,90 |
| 153 | FARM51 FARM51 | PLFRMGR00015 | Tecnología | 14/03/2012 | 5,48 |
| 154 | FHDOM FHDOM | PLFHDOM00010 | Finanzas | 29/11/2012 | 5,61 |
| 155 | FINARCH FINARCH | PLPAR0000010 | Actividad Industrial | 30/08/2011 | 0,14 |
| 156 | FINHOUSE FINHOUSE | PLFINHS00018 | Actividad Industrial | 18/11/2010 | 0,36 |
| 157 | FITEN FITEN | PLFITEN00013 | Servicios al Consumidor | 19/12/2011 | 3,85 |
| 158 | FLUID FLUID | PLFLUID00017 | Petroleo y Gas | 11/04/2011 | 14,34 |
| 159 | FLYPL FLYPL | PLFLYPL00017 | Servicios al Consumidor | 27/07/2012 | 55,58 |
| 160 | FOREVEREN FOREVEREN | PLFRENT00014 | Tecnología | 21/01/2011 | 0,62 |
| 161 | FORPOSTA Forposta | PLFRPST00019 | Actividad Industrial | 22/05/2012 | 2,55 |
| 162 | FUTURIS FUTURIS | PLBINVT00016 | Servicios al Consumidor | 12/04/2010 | 0,49 |
| 163 | GALVO GALVO | PLGALVO00017 | Tecnología | 29/07/2010 | 0,75 |
| 164 | GCINVEST GCINVEST | PLGCINV00011 | Finanzas | 31/03/2011 | 5,44 |
| 165 | GENERGY GENERGY | PLDVCOM00018 | Petroleo y Gas | 30/10/2007 | 0,88 |
| 166 | GENOMED GENOMED | PLGNOMD00024 | Medicina y Salud | 30/05/2011 | 1,67 |
| 167 | GENRG GENRG | PLELKPE00014 | Servicios al Consumidor | 27/07/2012 | 11,96 |
| 168 | GEOINVENT GEOINVENT | PLGEINV00017 | Tecnología | 04/08/2010 | 0,13 |
| 169 | GKSKAT GKSKAT | PLGKS0000016 | Servicios al Consumidor | 25/07/2011 | 1,85 |
| 170 | GLOBALTR GLOBALTR | PLGLBLT00015 | Servicios al Consumidor | 06/09/2011 | 0,21 |
| 171 | GMK GMK | PLGRMNK00014 | Tecnología | 11/05/2012 | 0,52 |
| 172 | GOLAB GOLAB | PLGOLAB00019 | Servicios al Consumidor | 24/05/2011 | 1,21 |
| 173 | GOLDWYN GOLDWYN | PLBABY000016 | Finanzas | 26/06/2012 | 0,56 |
| 174 | GONTYNIEC Gontyniec | PLBRWRG00013 | Servicios al Consumidor | 04/07/2012 | 4,53 |
| 175 | GOODIDEA Goodidea | PLGOODI00012 | Finanzas | 03/01/2013 | 0,75 |

Fuente: www.newconnect.pl

ANEXO 9. Relación de empresas del mercado New Connect –Continuación

| Nº | Nombre de la Compañía | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|-----|-----------------------|--------------|--|-------------------|-----------------------------------|
| 176 | GOTFI GOTFI | PLGOTFI00016 | Finanzas | 29/04/2011 | 10,14 |
| 177 | GPFCAUSA GPFCAUSA | PLGPFCS00018 | Actividad Industrial | 18/12/2009 | 0,41 |
| 178 | GPPI GPPI | PLGPPIK00011 | Finanzas | 18/01/2008 | 0,19 |
| 179 | GRAPHIC GRAPHIC | PLGRPHC00016 | Servicios al Consumidor | 18/11/2011 | 0,52 |
| 180 | GREENENER GREENENER | PLDBBGR00017 | Petroleo y Gas | 22/07/2011 | 1,04 |
| 181 | GREMPCO GREMPCO | PLGRMPC00016 | Finanzas | 24/03/2011 | 2,18 |
| 182 | GRJAGUAR GRJAGUAR | PLGPJGR00013 | Finanzas | 28/09/2011 | 0,28 |
| 183 | GRODNO GRODNO | PLGRODN00015 | Servicios al Consumidor | 13/04/2011 | 9,73 |
| 184 | GRUPAEMM GRUPAEMM | PLEMRCP00011 | Finanzas | 26/08/2011 | 33,56 |
| 185 | GRUPAHRC GRUPAHRC | PLGRHRC00012 | Actividad Industrial | 12/12/2011 | 4,69 |
| 186 | GRUPAREC GRUPAREC | PLRCKL000010 | Utilidades | 11/01/2011 | 3,79 |
| 187 | GTRINITY GTRINITY | PLGTRNT00010 | Finanzas | 19/04/2013 | 1,21 |
| 188 | GWARANT GWARANT | PLGWRNT00014 | Actividad Industrial | 16/02/2010 | 3,50 |
| 189 | HAMBURGER HAMBURGER | PLLSNRN00015 | Servicios al Consumidor | 23/04/2012 | 2,74 |
| 190 | HEFAL HEFAL | PLHFLSW00013 | Actividad Industrial | 27/08/2009 | 0,89 |
| 191 | HMINWEST HMINWEST | PLHMINW00016 | Actividad Industrial | 07/11/2013 | 5,04 |
| 192 | HOLLYWOOD HOLLYWOOD | PLHOLWD00017 | Actividad Industrial | 18/03/2014 | 17,61 |
| 193 | HORTICO HORTICO | PLHRTIC00014 | Servicios al Consumidor | 20/01/2011 | 17,67 |
| 194 | HOTBLOK HOTBLOK | PLHOTB000011 | Actividad Industrial | 19/05/2009 | 1,85 |
| 195 | HURTIMEX HURTIMEX | PLHRTIM00013 | Actividad Industrial | 04/11/2008 | 0,65 |
| 196 | HYDRAPRES HYDRAPRES | PLHDRAP00017 | Tecnología | 06/03/2009 | 3,70 |
| 197 | I3D I3d | PLI3D0000011 | Tecnología | 09/06/2011 | 3,56 |
| 198 | IAI IAI | PLIAI0000014 | Tecnología | 16/12/2009 | 6,55 |
| 199 | IAP IAP | PLIAPRF00010 | Tecnología | 21/02/2013 | 6,38 |
| 200 | IBCPOLSKA IBCPOLSKA | PLIBCPL00018 | Actividad Industrial | 25/10/2012 | 0,98 |
| 201 | ICMVISION | CZ0008467735 | Finanzas | 23/03/2011 | 0,79 |
| 202 | ICPD | BG1100018057 | petroleo y gas | 11/08/2010 | 4,03 |
| 203 | ICPGROUP ICPGROUP | PLICPGR00014 | Actividad Industrial | 27/09/2012 | 5,08 |
| 204 | IDH IDH | PLICI0000010 | Tecnología | 08/04/2008 | 4,22 |
| 205 | IFM IFM | PLINVM00012 | Finanzas | 11/07/2013 | 3,52 |
| 206 | IGORIA IGORIA | PLIGRTR00014 | Finanzas | 07/12/2011 | 1,42 |
| 207 | IMAGIS IMAGIS | PLIMAGS00013 | Servicios al Consumidor | 12/08/2013 | 27,52 |
| 208 | IMMOFUND IMMOFUND | PLKNMKN00015 | Finanzas | 09/03/2012 | 0,37 |
| 209 | IMS IMS | PLINTMS00019 | Servicios al Consumidor | 04/01/2012 | 13,60 |
| 210 | INBOOK INBOOK | PLINBOK00010 | Tecnología | 27/11/2008 | 0,58 |
| 211 | INCANA INCANA | PLINCNA00011 | Actividad Industrial | 23/08/2011 | 0,71 |
| 212 | INDATA Indata | PLTROMD00010 | Servicios al Consumidor | 20/09/2010 | 24,40 |
| 213 | INDEXMEDI INDEXMEDI | PLINDXM00013 | Medicina y Salud | 28/05/2012 | 1,28 |
| 214 | INFOSCOPE INFOSCOPE | PLIFSCP00014 | Tecnología | 12/06/2013 | 10,67 |
| 215 | INFOSYS INFOSYS | PLINFST00013 | Tecnología | 24/10/2007 | 1,99 |

Fuente: www.newconnect.pl

ANEXO 9. Relación de empresas del mercado New Connect -Continuación

| Nº | Nombre de la Compañía | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|-----|-----------------------|--------------|--|-------------------|-----------------------------------|
| 216 | INNOGENE INNOGENE | PLINNGN00015 | Finanzas | 08/02/2011 | 3,50 |
| 217 | INTELIWIS INTELIWIS | PLITLWS00012 | Tecnología | 15/04/2008 | 1,29 |
| 218 | INTERNITY INTERNITY | PLINTNT00015 | Actividad Industrial | 16/12/2008 | 2,20 |
| 219 | INVENTI INVENTIA | PLINVNT00011 | Petroleo y Gas | 15/06/2012 | 1,22 |
| 220 | INVICO INVICO | PLPRGTR00019 | Servicios al Consumidor | 06/06/2011 | 4,35 |
| 221 | INWESTPL INWESTPL | PLINSTC00010 | Tecnología | 24/11/2010 | 0,40 |
| 222 | IPODS IPODS | PLIPODS00014 | Finanzas | 28/12/2010 | 0,38 |
| 223 | IPOSA IPOSA | PLIPOSA00010 | Actividad Industrial | 28/12/2010 | 0,13 |
| 224 | ISIAG ISIAG | PLINSAG00011 | Actividad Industrial | 28/06/2011 | 1,76 |
| 225 | IU IU | PLINTUN00013 | Telecomunicaciones | 03/04/2012 | 1,54 |
| 226 | IZOBLOK Isobloc | PLIZBLK00010 | Tecnología | 22/12/2011 | 18,51 |
| 227 | JANTAR Jantar | PL4STUD00016 | Finanzas | 31/01/2012 | 0,34 |
| 228 | JDB JDB | PLJRSDB00015 | Finanzas | 17/02/2011 | 0,34 |
| 229 | JRINVEST JRINVEST | PLJRINV00013 | Finanzas | 28/11/2012 | 3,79 |
| 230 | KAMPA KAMPA | PLFIP0000018 | Finanzas | 14/11/2011 | 0,29 |
| 231 | KBJ KBJ | PLKBJ0000016 | Tecnología | 15/12/2011 | 3,29 |
| 232 | KCSP KCSP | PLKCSP000015 | Tecnología | 19/04/2011 | 0,12 |
| 233 | KKHERBAL KKHERBAL | PLKKHRB00011 | Servicios al Consumidor | 24/05/2012 | 0,19 |
| 234 | KLASZTORNE Monastic | PLPRKLS00016 | Servicios al Consumidor | 18/12/2013 | 0,98 |
| 235 | KLON MAPLE | PLKLON000010 | Actividad Industrial | 13/07/2011 | 2,51 |
| 236 | KME KME | PLMDIUS00018 | Finanzas | 13/06/2012 | 0,92 |
| 237 | KOMFORTKM KOMFORTKM | PLKMFKL00015 | Actividad Industrial | 11/06/2010 | 0,12 |
| 238 | KOMPLEKS COMPLEX | PLGKIKM00019 | Tecnología | 10/02/2011 | 1,91 |
| 239 | KOPAHAUS KopaHaus | PLKPHUS00018 | Tecnología | 17/02/2012 | 5,26 |
| 240 | KORBANK KORBANK | PLKRBNK00019 | Telecomunicaciones | 15/02/2011 | 1,64 |
| 241 | KUPIEC MERCHANT | PLKUPIC00010 | Actividad Industrial | 12/08/2011 | 1,00 |
| 242 | LABOPRINT LABOPRINT | PLLBPR00013 | Tecnología | 27/02/2014 | 3,46 |
| 243 | LANGLOO LANGLOO | PLLANGL00010 | Actividad Industrial | 17/10/2011 | 0,57 |
| 244 | LASERMED Lasarmed | PLLSRMD00018 | Medicina y Salud | 29/08/2012 | 0,79 |
| 245 | LAURENPES LAURENPES | PLLRPSP00015 | Actividad Industrial | 16/04/2010 | 0,48 |
| 246 | LEASINGEX LEASINGEX | PLLSGEX00016 | Finanzas | 17/10/2013 | 0,65 |
| 247 | LEONIDAS LEONIDAS | PLPBLIA00012 | Servicios al Consumidor | 02/06/2010 | 0,84 |
| 248 | LETUS LETUS | PLGDVIS00018 | Finanzas | 20/05/2009 | 0,28 |
| 249 | LGTRADE LGTRADE | PLLGNTD00017 | Tecnología | 24/04/2013 | 0,65 |
| 250 | LIBERTY LIBERTY | PLLBRTG00012 | Servicios al Consumidor | 30/11/2007 | 1,47 |
| 251 | LOGZACT LOGZACT | PLLGZCT00013 | Actividad Industrial | 22/03/2013 | 14,98 |
| 252 | LOKATYBUD LOKATYBUD | PLFBRD000018 | Finanzas | 12/12/2008 | 2,23 |
| 253 | LOYD LOYD | PLPHLRK00019 | Actividad Industrial | 15/12/2010 | 2,23 |
| 254 | LSTECHHOM LSTECHHOM | PLLSTHM00015 | Tecnología | 27/06/2012 | 6,35 |
| 255 | LUG | PLLUG0000010 | Actividad Industrial | 20/11/2007 | 6,11 |

Fuente: www.newconnect.pl

ANEXO 9. Relación de empresas del mercado New Connect-Continuación

| Nº | Nombre de la Compañía | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|-----|-----------------------|---------------|--|-------------------|-----------------------------------|
| 256 | LUXIMA LUXIMA | PLLUXIM00011 | Actividad Industrial | 04/08/2011 | 0,73 |
| 257 | LZMO LZMO | PLLZMO000014 | Actividad Industrial | 19/09/2011 | 10,04 |
| 258 | M10 M10 | PLM100000014 | Tecnología | 06/02/2012 | 0,26 |
| 259 | M4B M4B | PLM4B0000017 | Tecnología | 18/04/2011 | 0,28 |
| 260 | MADKOM Madkom | PLMADKM00019 | Tecnología | 09/08/2012 | 2,32 |
| 261 | MAGNIFICO MAGNIFICO | PLMGNFC00016 | Servicios al Consumidor | 06/09/2010 | 0,35 |
| 262 | MAKOLAB MAKOLAB | PLMKLAB00023 | Tecnología | 21/12/2007 | 2,09 |
| 263 | MAKORA MAKORA | PLMRKHS00011 | Servicios al Consumidor | 07/04/2011 | 0,64 |
| 264 | MALKOWSKI MALKOWSKI | PLMLKMR00016 | Actividad Industrial | 15/11/2010 | 2,02 |
| 265 | MARKA BRAND | PLMARKA00014 | Finanzas | 08/09/2011 | 3,82 |
| 266 | MARSOFT MARSOFT | PLMRSFT00016 | Telecomunicaciones | 09/04/2008 | 0,16 |
| 267 | MAXIMUS MAXIMUS | PLMAXMS00010 | Servicios al Consumidor | 18/05/2010 | 0,67 |
| 268 | MAXIPIZZA MAXIPIZZA | PLMXPZZ00015 | Servicios al Consumidor | 21/02/2008 | 0,27 |
| 269 | MBFACTORY MBFACTORY | PLMBFCR00018 | Tecnología | 02/02/2012 | 1,81 |
| 270 | MBPARTNER MBPARTNER | PLMBLPR00018 | Actividad Industrial | 19/05/2011 | 1,51 |
| 271 | MDEVELOP MDEVELOP | PLMDVLP00016 | Finanzas | 14/01/2011 | 7,91 |
| 272 | MED MED | PLMDCPF00018 | Medicina y Salud | 25/01/2013 | 1,47 |
| 273 | MEDIACAP MEDIACAP | PLEMLAB00018 | Actividad Industrial | 24/07/2008 | 11,21 |
| 274 | MEDIANPOL MEDIANPOL | PLMDNPL00013 | Servicios al Consumidor | 30/12/2011 | 0,74 |
| 275 | MEGASONIC Megasonic | PLMG SNC00019 | Tecnología | 12/03/2014 | 0,95 |
| 276 | MERA MERA | PLMERA000019 | Actividad Industrial | 20/09/2007 | 3,90 |
| 277 | MERIT MERIT | PLMRTIN00011 | Finanzas | 22/08/2012 | 0,18 |
| 278 | MGAMES MGAMES | PLMRGCM00013 | Tecnología | 26/10/2012 | 0,19 |
| 279 | MGMSYS MGMSYS | PLMGMST00015 | Actividad Industrial | 04/12/2012 | 1,28 |
| 280 | MIDVEN MIDVEN | PLMIDVN00017 | Finanzas | 25/04/2013 | 0,81 |
| 281 | MILESTONE | USU6005B1045 | Telecomunicaciones | 28/11/2013 | 201,08 |
| 282 | MILKPOL MILKPOL | PLMLKPL00012 | Servicios al Consumidor | 14/11/2008 | 1,42 |
| 283 | MINERAL MINERAL | PLMNRLM00010 | Tecnología | 01/07/2008 | 0,72 |
| 284 | MINOX MINOX | PLMINOX00010 | Servicios al Consumidor | 10/05/2011 | 8,41 |
| 285 | MMCPL MMCPL | PLMMC NF00014 | Actividad Industrial | 10/10/2011 | 0,62 |
| 286 | MOBINI MOBINI | PLMBINI00018 | Actividad Industrial | 22/06/2011 | 0,50 |
| 287 | MODE MODE | PLMODE000019 | Tecnología | 16/03/2012 | 0,88 |
| 288 | MODECOM MODECOM | PLMDCOM00017 | Servicios al Consumidor | 28/02/2012 | 6,22 |
| 289 | MOMO MOMO | PLMOMO000016 | Actividad Industrial | 09/09/2010 | 1,37 |

Fuente: www.newconnect.pl

ANEXO 9. Relación de empresas del mercado New Connect -Continuación

| Nº | Nombre de la Compañía | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|-----|-----------------------|--------------|--|-------------------|-----------------------------------|
| 290 | MONDAY MONDAY | PLMONDV00015 | Finanzas | 28/06/2010 | 0,49 |
| 291 | MORIZON MORIZON | PLMORZN00016 | Actividad Industrial | 08/04/2011 | 7,54 |
| 292 | MOSTALWRO MOSTALWRO | PLMSTWR00011 | Finanzas | 18/07/2012 | 65,94 |
| 293 | MOTORICUS MOTORICUS | PLOPONX00011 | Servicios al Consumidor | 26/01/2010 | 0,62 |
| 294 | MPAY MPAY | PLMPAY000017 | Finanzas | 24/10/2011 | 1,93 |
| 295 | MPLVERBUM MPLVERBUM | PLMPLVR00016 | Actividad Industrial | 24/02/2011 | 0,56 |
| 296 | MTC MTC | PLMTRTC00011 | Servicios al Consumidor | 12/09/2011 | 0,03 |
| 297 | NANOTEL NANOTEL | PLNANTL00019 | Tecnología | 30/07/2010 | 1,34 |
| 298 | NAVIMORIN NAVIMORIN | PLNVMRI00017 | Actividad Industrial | 29/06/2011 | 8,69 |
| 299 | NEMEX NEMEX | PLNEMEX00010 | Actividad Industrial | 28/01/2011 | 38,21 |
| 300 | NETWISE Netwise | PLNETWS00017 | Tecnología | 08/04/2013 | 1,24 |
| 301 | NFPL NFPL | PLNWCFR00012 | Servicios al Consumidor | 23/09/2011 | 1,84 |
| 302 | NICOGAMES NICOGAMES | PLNCLGM00014 | Servicios al Consumidor | 02/04/2008 | 1,93 |
| 303 | NOTORIA NOTORIA | PLNTRSW00019 | Actividad Industrial | 27/01/2010 | 1,10 |
| 304 | NOVAVIS NOVAVIS | PLNVVIS00016 | Petroleo y Gas | 04/07/2013 | 0,76 |
| 305 | NOVIAN NOVIAN | PLIBZIC00013 | Finanzas | 19/03/2010 | 4,21 |
| 306 | NWAI NWAI | PLNwai000017 | Finanzas | 25/03/2011 | 2,34 |
| 307 | ONERAY ONERAY | PLONERY00016 | Finanzas | 08/10/2009 | 0,46 |
| 308 | ONICO ONICO | PLONCTR00028 | Servicios al Consumidor | 02/02/2011 | 15,66 |
| 309 | OPENNET OPENNET | PLOPNT00011 | Telecomunicaciones | 05/09/2011 | 1,18 |
| 310 | OPTIZENLB OPTIZENLB | PLTLCMD00018 | Servicios al Consumidor | 13/03/2012 | 0,68 |
| 311 | ORGANIC ORGANIC | PLORGNK00010 | Servicios al Consumidor | 30/01/2008 | 7,66 |
| 312 | ORIONINV ORIONINV | PLORION00018 | Finanzas | 09/02/2009 | 9,07 |
| 313 | ORPHEE | CH0197761098 | Petroleo y Gas | 03/12/2012 | 148,14 |
| 314 | ORZLOPONY ORZLOPONY | PLORZL000019 | Tecnología | 10/04/2008 | 0,81 |
| 315 | PARTNER PARTNER | PLPRNRH00010 | Finanzas | 16/02/2012 | 0,72 |
| 316 | PCZ PCZ | PLPCZ0000027 | Medicina y Salud | 01/08/2011 | 86,90 |
| 317 | PFH PFH | PLPLFHP00013 | Finanzas | 07/04/2011 | 9,05 |
| 318 | PGSSOFT PGSSOFT | PLSFTWR00015 | Tecnología | 29/10/2008 | 33,86 |
| 319 | PHARMENA PHARMENA | PLPHRMN00011 | Medicina y Salud | 25/08/2008 | 40,04 |
| 320 | PIK PIK | PLPIK0000018 | Servicios al Consumidor | 27/08/2013 | 2,53 |
| 321 | PILAB PILAB | PLPILAB00012 | Tecnología | 20/07/2012 | 4,47 |
| 322 | PHOTON | NL0010391108 | Medicina y Salud | 04/06/2013 | 75,00 |
| 323 | PLANETSOFT PLANETSOFT | PLPLNTS00016 | Tecnología | 07/08/2012 | 0,70 |
| 324 | PLASMA PLASMA | PLPLSMS00010 | Tecnología | 26/02/2010 | 9,99 |
| 325 | PLASTPACK PLASTPACK | PLPSTCM00017 | Tecnología | 09/01/2013 | 14,36 |
| 326 | PLATIGE PLATIGE | PLPTGMG00013 | Servicios al Consumidor | 14/12/2011 | 9,46 |
| 327 | PLAYMAKER Playmaker | PLPLMKR00019 | Servicios al Consumidor | 23/02/2012 | 0,14 |
| 328 | POLFA POLFA | PLBMMD00014 | Medicina y Salud | 11/08/2011 | 1,47 |
| 329 | POLMAN POLMAN | PLPOLMN00010 | Utilidades | 10/01/2008 | 1,00 |

Fuente: www.newconnect.pl

ANEXO 9. Relación de empresas del mercado New Connect -Continuación

| Nº | Nombre de la Compañía | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|-----|-----------------------|--------------|--|-------------------|-----------------------------------|
| 330 | POLTRONIC POLTRONIC | PLPLTRN00018 | Servicios al Consumidor | 01/10/2010 | 0,74 |
| 331 | PPRICE PPRICE | PLPWRPR00014 | Tecnología | 13/01/2011 | 0,19 |
| 332 | PREFABET PREFABET | PLPRFBT00015 | Actividad Industrial | 20/07/2011 | 3,57 |
| 333 | PREMETINV PREMETINV | PLLGLSR00013 | Servicios al Consumidor | 23/12/2011 | 1,51 |
| 334 | PREMFOOD PREMFOOD | PLPREMF00014 | Servicios al Consumidor | 18/12/2008 | 0,99 |
| 335 | PRESTO PRESTO | PLPRSTO00011 | Utilidades | 13/09/2012 | 1,06 |
| 336 | PROGRES PROGRESS | PLPRGIN00011 | Finanzas | 25/08/2011 | 1,62 |
| 337 | PROLOG PROLOGUE | PLPROLG00013 | Actividad Industrial | 14/12/2012 | 2,73 |
| 338 | PROMISE PROMISE | PLAPNPS00017 | Servicios al Consumidor | 07/02/2013 | 7,21 |
| 339 | PROXYAD PROXYAD | PLPRXAD00014 | Servicios al Consumidor | 31/05/2010 | 0,21 |
| 340 | PRYMUS PRYMUS | PLPRMUS00013 | Servicios al Consumidor | 31/08/2012 | 7,19 |
| 341 | PSWCAPITA PSWCAPITA | PLGPSW000017 | Actividad Industrial | nd | 0,14 |
| 342 | PTWP PTWP | PLPTWP000015 | Servicios al Consumidor | 26/04/2013 | 19,75 |
| 343 | PYLON PYLON | PLPYLON00015 | Tecnología | 13/08/2013 | 0,40 |
| 344 | QUART QUART | PLQRTDV00016 | Finanzas | 19/01/2012 | 9,23 |
| 345 | RAJDY4X4 RAJDY4X4 | PLRAJDY00015 | Servicios al Consumidor | 21/04/2011 | 0,27 |
| 346 | RCUNION RCUNION | PLRCUNN00010 | Servicios al Consumidor | 25/06/2008 | 0,17 |
| 347 | READGENE READGENE | PLRADGN00014 | Tecnología | 12/02/2009 | 4,24 |
| 348 | REMEDIS REMEDIS | PLREMDS00021 | Finanzas | 19/11/2010 | 3,64 |
| 349 | REVITUM REVITUM | PLRVTUM00019 | Medicina y Salud | 05/09/2012 | 0,67 |
| 350 | RICHTER RICHTER | PLRCHTM00016 | Servicios al Consumidor | nd | 0,06 |
| 351 | ROBINSON ROBINSON | PLRBSNE00015 | Servicios al Consumidor | 01/06/2011 | 2,21 |
| 352 | ROCCA ROCCA | PLROCCA00013 | Actividad Industrial | 07/10/2008 | 0,77 |
| 353 | ROTOPINO ROTOPINO | PLMRKTC00010 | Actividad Industrial | 03/07/2008 | 5,20 |
| 354 | ROVITA ROVITA | PLRVITA00019 | Servicios al Consumidor | 30/07/2010 | 0,98 |
| 355 | RSY RSY | PLRSYSA00014 | Tecnología | 22/12/2010 | 3,29 |
| 356 | RUCHCHORZ RUCHCHORZ | PLRCHZW00012 | Servicios al Consumidor | 04/12/2008 | 1,12 |
| 357 | RUNICOM RUNICOM | PLRUNCM00012 | Finanzas | 05/01/2011 | 1,69 |
| 358 | S4E S4E | PLS4E0000015 | Tecnología | 30/08/2007 | 4,37 |
| 359 | SAKANA SAKANA | PLSAKAN00010 | Servicios al Consumidor | 08/05/2008 | 0,81 |
| 360 | SAPLING Sapling | PLSPLNG00013 | Actividad Industrial | 15/01/2014 | 3,05 |
| 361 | SARE SARE | PLSARE000013 | Servicios al Consumidor | 25/03/2011 | 1,48 |
| 362 | SCANMEDMM SCANMEDMM | PLSCNMD00016 | Medicina y Salud | 16/08/2011 | 35,52 |
| 363 | SEKA SEKA | PLSEKA000010 | Actividad Industrial | 07/10/2011 | 4,32 |
| 364 | SELVITA SELVITA | PLSELVT00013 | Medicina y Salud | 14/07/2011 | 36,50 |
| 365 | SESCOM SESCO | PLSESCM00013 | Actividad Industrial | 22/05/2013 | 6,04 |
| 366 | SETANTA Setanta | PLSNTFG00017 | Finanzas | 08/01/2013 | 7,23 |
| 367 | SEVENET SEVENET | PLSVNET00019 | Tecnología | 08/06/2011 | 3,44 |
| 368 | SFD SFD | PLSFD0000013 | Tecnología | 09/01/2012 | 14,93 |
| 369 | SFKPOLKAP SFKPOLKAP | PLSFKPL00011 | Servicios al Consumidor | 31/08/2012 | 4,65 |
| 370 | SILVACG SILVACG | PLMWTNS00010 | Servicios al Consumidor | 10/06/2011 | 5,24 |

Fuente: www.newconnect.pl

ANEXO 9. Relación de empresas del mercado New Connect -Continuación

| Nº | Nombre de la Compañía | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|-----|-----------------------|--------------|--|-------------------|-----------------------------------|
| 371 | SITE SITE | PLSITE000013 | Tecnología | 18/06/2010 | 0,23 |
| 372 | SLR SLR | PLSCLZR00012 | Servicios al Consumidor | 16/01/2012 | 9,43 |
| 373 | SMOKESHOP SMOKESHOP | PLSMOKS00015 | Servicios al Consumidor | 08/12/2010 | 0,41 |
| 374 | SMSKREDYT SMSKREDYT | PLSMSKH00019 | Finanzas | 11/07/2011 | 3,13 |
| 375 | SPC SPC | PLSPRPC00014 | Servicios al Consumidor | 12/05/2011 | 1,44 |
| 376 | SSI SSI | PLSSI0000023 | Tecnología | nd | 0,21 |
| 377 | STANDREW STANDREW | PLSTNDR00019 | Tecnología | 25/06/2013 | 5,77 |
| 378 | STANUSCH STANUSCH | PLSTNTH00016 | Tecnología | 07/12/2010 | 0,66 |
| 379 | STARFIT STARFIT | PLSTRFT00011 | Servicios al Consumidor | 20/12/2011 | 1,16 |
| 380 | STEMCELLS STEMCELLS | PLSTCLS00013 | Medicina y Salud | 24/08/2011 | 4,93 |
| 381 | STIGROUP STIGROUP | PLSTIGR00012 | Tecnología | nd | 1,11 |
| 382 | STOPKLA STOPKLA | PLSTPKL00012 | Servicios al Consumidor | 12/07/2010 | 22,79 |
| 383 | SUNEX SUNEX | PLSUNEX00013 | Tecnología | 29/09/2011 | 10,90 |
| 384 | SUNTECH SUNTECH | PLSNTCH00012 | Tecnología | 02/10/2008 | 1,80 |
| 385 | SURFLAND SURFLAND | PLSFLND00011 | Tecnología | 05/08/2011 | 0,37 |
| 386 | SWISSPSM SWISSPSM | PLSWSMD00013 | Medicina y Salud | 15/03/2011 | 0,58 |
| 387 | SYMBIO Symbio | PLSMBIO00013 | Servicios al Consumidor | 15/12/2008 | 0,43 |
| 388 | SYNEKTIK SYNEKTIK | PLSNKTK00019 | Medicina y Salud | 09/08/2011 | 51,73 |
| 389 | SYNKRET SYNKRET | PLSNKRT00014 | Actividad Industrial | 29/11/2011 | 0,08 |
| 390 | SZAR GRN | PLSZAR000018 | Servicios al Consumidor | 19/02/2010 | 1,58 |
| 391 | T2INVEST T2INVEST | PLTCHPR00019 | Finanzas | 16/11/2007 | 1,03 |
| 392 | TABLEO Tableo | PLTABLO00012 | Servicios al Consumidor | 01/12/2011 | 1,93 |
| 393 | TAMEX TAMEX | PLTAMEX00015 | Actividad Industrial | 26/04/2011 | 2,10 |
| 394 | TAXNET TAXNET | PLTAXNT00011 | Finanzas | 07/07/2011 | 0,74 |
| 395 | TAXUSFUND TAXUSFUND | PLTXSFN00012 | Finanzas | 04/01/2011 | 0,17 |
| 396 | TECHMADEX TECHMADEX | PLTHMDX00012 | Tecnología | 04/10/2012 | 7,07 |
| 397 | TELEMEDPL TELEMEDPL | PLTLMDC00018 | Medicina y Salud | 18/08/2010 | 2,85 |
| 398 | TELESTO TELESTO | PLTELST00017 | Utilidades | 26/07/2011 | 0,92 |
| 399 | TELESTR TELESTR | PLTLSTD00019 | Telecomunicaciones | 15/11/2007 | 7,60 |
| 400 | TELGAM Telge | PLPTLTG00018 | Telecomunicaciones | 18/06/2013 | 0,62 |
| 401 | TELIANI TELIANI | PLTLVPL00014 | Servicios al Consumidor | 08/12/2010 | 0,59 |
| 402 | TERMOEXP TERMOEXP | PLTRMEX00019 | Actividad Industrial | 21/12/2012 | 0,37 |
| 403 | TERMOREX TERMOREX | PLTRMRX00011 | Tecnología | 24/09/2012 | 130,03 |
| 404 | TERRA TERRA | PLTERRA00016 | Actividad Industrial | 17/03/2011 | 0,28 |
| 405 | TILIA Tilia | PLTILIA00019 | Servicios al Consumidor | 17/01/2012 | 2,99 |
| 406 | TPH TPH | PLTHP0000011 | Telecomunicaciones | 02/12/2009 | 18,47 |
| 407 | TPILKA TPILKA | PLTLPKA00010 | Servicios al Consumidor | 18/01/2013 | 1,15 |
| 408 | TRICEPS TRICEPS | PLTRCPS00016 | Servicios al Consumidor | 04/06/2012 | 0,49 |
| 409 | TWIGONET | CZ0008467842 | Medicina y Salud | 13/04/2012 | 34,51 |
| 410 | UBOATLINE UBOATLINE | PLUBTLN00012 | Actividad Industrial | 03/01/2012 | 8,39 |
| 411 | UNIMOTGAZ UNIMOTGAZ | PLUNMOT00013 | Servicios al Consumidor | 26/09/2012 | 5,81 |

Fuente: www.newconnect.pl

ANEXO 9. Relación de empresas del mercado New Connect -Continuación

| Nº | Nombre de la Compañía | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|----------------------|-----------------------|--------------|--|-------------------|-----------------------------------|
| 412 | UNITED UNITED | PLSTCKI00016 | Actividad Industrial | 14/05/2012 | 5,42 |
| 413 | VAKOMTEK VAKOMTEK | PLVKMTK00015 | Servicios al Consumidor | 13/02/2014 | 2,69 |
| 414 | VCP VCP | PLVNTCP00019 | Finanzas | 05/07/2011 | 0,19 |
| 415 | VEDIA VEDIA | PLVEDIA00011 | Servicios al Consumidor | 08/04/2008 | 2,41 |
| 416 | VELTO VELTO | PLVELTO00012 | Servicios al Consumidor | 25/06/2012 | 0,34 |
| 417 | VENITI VENITI | PLVENIT00010 | Servicios al Consumidor | 08/11/2011 | 1,11 |
| 418 | VENO VENO | PLVENO000016 | Finanzas | 07/02/2008 | 1,83 |
| 419 | VENTUREIN VENTUREIN | PLVNTIN00011 | Finanzas | 07/06/2010 | 1,38 |
| 420 | VERBICOM VERBICOM | PLVRBCM00015 | Tecnología | 09/05/2008 | 2,25 |
| 421 | VGROUPE VGROUPE | PLVGRP000019 | Servicios al Consumidor | 08/06/2012 | 4,88 |
| 422 | VIATRON Viatron | PLVTRON00010 | Actividad Industrial | 14/08/2013 | 2,41 |
| 423 | VIDIS VIDIS | PLVIDIS00014 | Servicios al Consumidor | 11/10/2010 | 1,01 |
| 424 | VISION VISION | PLVRTLV00019 | Servicios al Consumidor | 30/08/2007 | 1,20 |
| 425 | VIVID VIVID | PLVVDGM00014 | Tecnología | 11/06/2012 | 24,20 |
| 426 | WAKEPARK WAKEPARK | PLWKPRK00010 | Servicios al Consumidor | 28/09/2012 | 0,12 |
| 427 | WBAY WBAY | PLWLTHB00010 | Actividad Industrial | 12/03/2009 | 0,30 |
| 428 | WDBBU WDBBU | PLWDBBU00018 | Finanzas | 30/07/2010 | 8,45 |
| 429 | WEEDO WEEDO | PLWEEDO00019 | Servicios al Consumidor | 26/10/2011 | 0,24 |
| 430 | WEGLOPEX WEGLOPEX | PLPNTCR00017 | Servicios al Consumidor | 07/11/2011 | 0,55 |
| 431 | WERTHOLZ WERTHOLZ | PLWRTHL00016 | Actividad Industrial | 15/07/2010 | 3,16 |
| 432 | WESTREAL WESTREAL | PLWREST00018 | Finanzas | 18/03/2011 | 1,75 |
| 433 | WIERZYCL WIERZYCL | PLWRZCL00014 | Finanzas | 08/09/2010 | 1,03 |
| 434 | WINDMOBIL WINDMOBIL | PLWDMOB00010 | Tecnología | 12/10/2011 | 14,28 |
| 435 | WODKAN WODKAN | PLWDKAN00016 | Actividad Industrial | 02/08/2011 | 5,40 |
| 436 | XPLUS XPLUS | PLXPLUS00013 | Tecnología | 29/05/2008 | 2,26 |
| 437 | XSYSTEM Xsystem | PLXSTEM00017 | Servicios al Consumidor | 13/09/2011 | 1,48 |
| 438 | YELLOWHAT YELLOWHAT | PLYLWHT00012 | Servicios al Consumidor | 19/10/2011 | 0,39 |
| 439 | YOURIMAGE Yourimage | PLYORIM00019 | Actividad Industrial | 20/06/2012 | 0,12 |
| 440 | YURECO YURECO | PLYUREC00016 | Telecomunicaciones | 17/08/2011 | 1,89 |
| 441 | ZWG GWT | PLZWG0000016 | Tecnología | 28/11/2011 | 48,06 |
| Capitalización total | | | | | 2.838,58 |

Fuente: www.newconnect.pl

ANEXO 10. Relación de empresas del mercado Third Market

| Nº | | Código ISIN | Clasificación sectorial -Industria Classification Benchmark (ICB) | Fecha de registro | Capitalización 31-3-2014 (Mill €) |
|-----------------------------|-----------------------------------|--------------|--|-------------------|-----------------------------------|
| 1 | AB Effectenbeteiligungen AG | AT0000824206 | Finanzas | 21/06/2000 | 2,40 |
| 2 | AI Airports International Limited | AT0000A053N4 | Actividad Industrial | 30/04/2007 | 3,88 |
| 3 | Angel Telecom Holding AG | CH0200534342 | Finanzas | 15/05/2013 | 0,93 |
| 4 | Athos Immobilien AG | AT0000616701 | Actividad Industrial | 19/07/2004 | 57,19 |
| 5 | Austria Email AG | AT0000618251 | Actividad Industrial | 17/04/2000 | 36,74 |
| 6 | AutoBank AG | AT0000A0K1J1 | Finanzas | 17/10/2011 | 6,73 |
| 7 | bet-at-home.com AG | DE000A0DNAY5 | Servicios al Consumidor | 31/08/2006 | n.d. |
| 8 | Betbull Holding SE | AT0000A0KPX9 | Servicios al Consumidor | 11/10/2004 | 8,72 |
| 9 | Binder+Co AG | AT000BINDER3 | Actividad Industrial | 27/12/2006 | 80,06 |
| 10 | Ceeref S.A. | LU0925745043 | Bienes de Consumo | 06/05/2013 | 855,92 |
| 11 | EAG-Beteiligungs AG | AT0000908157 | Bienes de Consumo | 20/06/2009 | 32,47 |
| 12 | Haldane McCall PLC | IM00B7XZY39 | Actividad Industrial | 26/08/2013 | 20,36 |
| 13 | Hutter & Schrantz AG | AT0000698253 | Actividad Industrial | 02/09/1996 | 10,37 |
| 14 | Hutter & Schrantz Stahlbau AG | AT0000A021K7 | Materias Básicas | 30/10/2006 | 81,22 |
| 15 | KTM AG | AT0000645403 | Bienes de Consumo | 12/12/2003 | 796,34 |
| 16 | Management Trust Holding AG | AT0000728050 | Finanzas | 14/10/1996 | 43,36 |
| 17 | NanoRepro AG | DE0006577109 | Medicina y Salud | 01/10/2012 | 4,40 |
| 18 | Nexxchange AG | AT0000803705 | Finanzas | 11/09/2000 | 0,11 |
| 19 | PI Power International Limited | AT0000A05W59 | Utilidades | 01/08/2007 | 8,15 |
| 20 | Pla Holding AG | AT0000A06VA8 | Finanzas | 30/11/2007 | 10,50 |
| 21 | Qino Capital Partners AG | CH0013849739 | Finanzas | 06/05/2002 | 130,54 |
| 22 | Qino Flagship AG | CH0010751763 | Finanzas | 23/11/2001 | 32,30 |
| 23 | Sanochemia Pharmazeutika AG | AT0000776307 | Medicina y Salud | 26/02/2010 | 23,29 |
| 24 | Scotty Group SE | AT0000A0V6L3 | Tecnología | 08/03/2013 | 1,01 |
| 25 | Valneva SE | FR0011472943 | Medicina y Salud | 28/05/2013 | 0,08 |
| 26 | Zoogigant AG | CH0202293202 | Servicios al Consumidor | 17/06/2013 | 1,92 |
| Capitalización total | | | | | 2.248,98 |

Excluidos: Profit Sharing Shares y Participation Certificates

Fuente: <http://en.wienerborse.at>

ANEXO 11. Companies and market capitalization by sector “AIM Factsheet-March 2014”

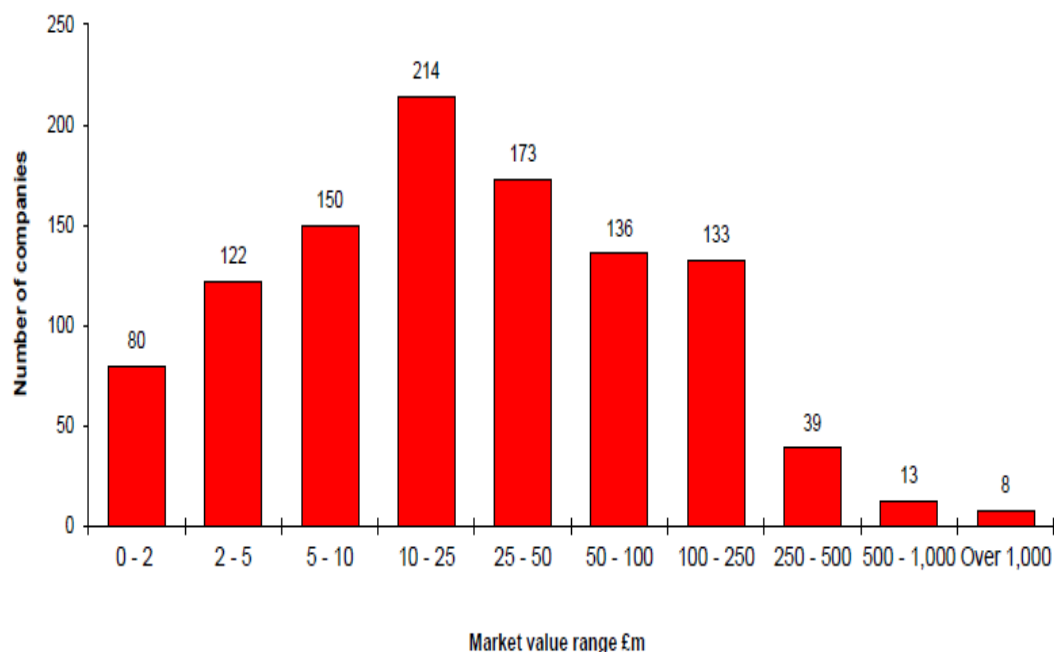
| Business sector | | Total turnover | | No. of Shares | No. of Companies | Market Capitalisation (£m) |
|-----------------|--|----------------------|--------------------|-----------------------|---------------------|----------------------------------|
| | | Total Value (£) | No. of Bargains | | | |
| | | | | | | (Equity only) |
| | Equities | | | | | |
| 0530 | Oil & Gas Producers | 564,495,296 | 107,299 | 3,553,491,476 | 106 | 9,456.1 |
| 0570 | Oil Equipment, Services & Distribution | 22,516,280 | 2,872 | 20,478,424 | 8 | 707.7 |
| 0580 | Alternative Energy | 20,178,346 | 3,106 | 971,594,830 | 18 | 611.8 |
| 0000 | Total Oil & Gas | 607,189,922 | 113,277 | 4,545,564,730 | 132 | 10,776 |
| 1350 | Chemicals | 12,872,575 | 2,498 | 92,892,755 | 15 | 517.8 |
| 1730 | Forestry & Paper | 3,895,181 | 310 | 42,699,640 | 4 | 156.9 |
| 1750 | Industrial Metals | 20,289,124 | 9,793 | 370,669,485 | 18 | 413.6 |
| 1770 | Mining | 236,701,937 | 60,241 | 5,765,714,588 | 142 | 4,146.8 |
| 1000 | Total Basic Materials | 273,758,617 | 72,841 | 6,271,976,468 | 179 | 5,235.1 |
| 2350 | Construction & Materials | 19,532,452 | 2,117 | 110,211,336 | 15 | 1,372.0 |
| 2710 | Aerospace & Defence | 1,233,182 | 116 | 771,461 | 3 | 110.3 |
| 2720 | General Industrials | 6,703,069 | 470 | 11,838,919 | 6 | 342.2 |
| 2730 | Electronic & Electrical Equipment | 26,999,485 | 3,781 | 145,902,635 | 30 | 859.0 |
| 2750 | Industrial Engineering | 22,075,866 | 2,453 | 84,351,249 | 28 | 946.0 |
| 2770 | Industrial Transportation | 45,436,309 | 4,961 | 40,728,624 | 12 | 549.2 |
| 2790 | Support Services | 230,312,105 | 29,495 | 217,802,485 | 97 | 5,885.1 |
| 2000 | Total Industrials | 352,292,467 | 43,392 | 611,606,709 | 191 | 10,063.7 |
| 3350 | Automobiles & Parts | 390,880 | 117 | 3,954,793 | 4 | 49.8 |
| 3530 | Beverages | 6,948,133 | 1,161 | 4,731,533 | 4 | 386.1 |
| 3570 | Food Producers | 46,326,217 | 2,832 | 131,457,903 | 22 | 3,135.9 |
| 3720 | Household Goods | 15,337,239 | 2,409 | 14,935,360 | 15 | 835.7 |
| 3740 | Leisure Goods | 2,881,017 | 429 | 106,126,703 | 8 | 183.3 |
| 3760 | Personal Goods | 12,859,851 | 1,928 | 299,850,634 | 10 | 582.8 |
| 3780 | Tobacco | 0 | 0 | 0 | 0 | 0.0 |
| 3000 | Consumer Goods | 84,743,336 | 8,874 | 561,056,926 | 63 | 5,173.7 |
| 4530 | Health Care Equipment & Services | 25,702,598 | 4,702 | 194,481,598 | 27 | 1,229.3 |
| 4570 | Pharmaceuticals & Biotechnology | 244,672,936 | 37,822 | 834,451,642 | 41 | 4,149.5 |
| 4000 | Total Health Care | 270,375,534 | 42,524 | 1,028,933,240 | 68 | 5,378.7 |
| 5330 | Food & Drug Retailers | 19,573,924 | 3,741 | 7,050,716 | 5 | 842.5 |
| 5370 | General Retailers | 1,444,355,232 | 159,913 | 423,797,337 | 20 | 6,374.6 |
| 5550 | Media | 50,626,946 | 4,709 | 6,901,992,989 | 52 | 2,050.7 |
| 5750 | Travel & Leisure | 59,272,463 | 11,071 | 153,277,164 | 33 | 2,600.3 |
| 5000 | Total Consumer Services | 1,573,828,565 | 179,434 | 7,486,118,206 | 110 | 11,868.1 |
| 6530 | Fixed Line Telecommunications | 26,378,482 | 1,525 | 14,899,553 | 7 | 997.5 |
| 6570 | Mobile Telecommunications | 258,732,369 | 39,728 | 807,984,327 | 8 | 1,675.1 |
| 6000 | Total Telecommunications | 285,110,850 | 41,253 | 822,883,880 | 15 | 2,672.6 |
| 7530 | Electricity | 14,600,337 | 1,373 | 23,918,531 | 13 | 1,182.0 |
| 7570 | Gas, Water & Multiutilities | 657,413 | 445 | 354,602,438 | 2 | 31.1 |
| 7000 | Total Utilities | 15,257,750 | 1,818 | 378,520,969 | 15 | 1,213.1 |
| 8350 | Banks | 915,889 | 78 | 11,789,848 | 3 | 527.1 |
| 8530 | Nonlife Insurance | 6,182,901 | 422 | 7,003,751 | 6 | 465.7 |
| 8570 | Life Insurance | 0 | 0 | 0 | 0 | 0.0 |
| 8630 | Real Estate Investment & Services | 101,335,228 | 2,656 | 723,567,354 | 49 | 5,104.5 |
| 8670 | Real Estate Investment Trusts | 10,738,414 | 245 | 3,859,190 | 1 | 274.0 |
| 8730 | Real Estate | 0 | 0 | 0 | 1 | 16.8 |
| 8770 | General Financial | 192,298,757 | 21,241 | 2,430,139,682 | 107 | 5,165.8 |
| 8980 | Equity Investment Instruments | 58,750,492 | 1,982 | 121,771,193 | 42 | 4,013.1 |
| 8990 | Nonequity Investment Instruments | 8,547 | 5 | 54,089 | 1 | 17.2 |
| 8000 | Total Financials | 370,230,229 | 26,627 | 3,298,185,107 | 210 | 15,584.3 |
| 9530 | Software & Computer Services | 714,588,398 | 67,873 | 2,281,753,548 | 93 | 9,041.1 |
| 9570 | Technology Hardware & Equipment | 81,491,044 | 16,237 | 474,200,861 | 18 | 1,049.8 |
| 9000 | Total Technology | 796,079,442 | 84,110 | 2,755,954,409 | 111 | 10,090.9 |
| | Total Equities | 4,628,866,913 | 614,148 | 27,760,800,644 | 1,094 | 78,055.81 |
| | Fixed Interest | 0 | 0 | 0 | | |
| | Total trading | 4,628,866,913 | 614,148 | 27,760,800,644 | | |

ANEXO 12. Distribution of companies by equity market value “AIM Factsheet-March 2014”

| Market value range (£m) | AIM (UK & International) | | | |
|-------------------------|--------------------------|--------------|--------------------------|--------------|
| | No. of companies | % | Equity market value (£m) | % |
| Over 1,000 | 8 | 0.7 | 14,122.2 | 18.1 |
| 500 - 1,000 | 13 | 1.2 | 8,002.5 | 10.3 |
| 250 - 500 | 39 | 3.6 | 13,397.9 | 17.2 |
| 100 - 250 | 133 | 12.2 | 21,669.1 | 27.8 |
| 50 - 100 | 136 | 12.4 | 9,553.2 | 12.2 |
| 25 - 50 | 173 | 15.8 | 6,101.5 | 7.8 |
| 10 - 25 | 214 | 19.6 | 3,626.9 | 4.6 |
| 5 - 10 | 150 | 13.7 | 1,062.6 | 1.4 |
| 2 - 5 | 122 | 11.2 | 420.5 | 0.5 |
| 0 - 2 | 80 | 7.3 | 93.1 | 0.1 |
| Unvalued securities | 1 | 0.1 | - | - |
| Suspended | 25 | 2.3 | 6.3 | 0.0 |
| Totals* | 1,094 | 100.0 | 78,055.8 | 100.0 |
| More than £50m | 329 | 30.1 | 66,744.9 | 85.5 |
| Less than £50m | 739 | 67.6 | 11,304.6 | 14.5 |
| Less than £25m | 566 | 51.7 | 5,203.1 | 6.7 |

*Excluding fixed interest securities & Totals in BOLD include unvalued & suspended values

Distribution of companies by equity market value



ANEXO 13. Tipos de cambio Euro/Libra

1 Tipos de cambio (datos diarios)

1.1 Cambios oficiales del euro del Banco Central Europeo (1)

Los datos mensuales corresponden al último día del mes

Unidades monetarias por euro

| | Dólar estadounidense (USD) | Yen japonés (JPY) | Franco suizo (CHF) | Libra esterlina (GBP) | Corona sueca (SEK) | Corona danesa (DKK) | Corona noruega (NOK) | Dólar canadiense (CAD) | Dólar australiano (AUD) | Dólar neozelandés (NZD) | Pro memoria DEG (XDR) |
|---------------|----------------------------------|-------------------------|--------------------------|-----------------------------|--------------------------|---------------------------|----------------------------|------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-----------------------------|
| | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 |
| 14 Feb | 1,3813 | 140,63 | 1,2153 | 0,82625 | 8,8525 | 7,4625 | 8,2750 | 1,5357 | 1,5414 | 1,6400 | 0,8927 |
| Mar | 1,3788 | 142,42 | 1,2194 | 0,82820 | 8,9483 | 7,4659 | 8,2550 | 1,5225 | 1,4941 | 1,5952 | 0,8923 |
| Abr | 1,3850 | 142,07 | 1,2200 | 0,82300 | 9,0723 | 7,4639 | 8,2720 | 1,5191 | 1,4947 | 1,6187 | 0,8937 |
| May | 1,3607 | 138,36 | 1,2204 | 0,81310 | 9,0823 | 7,4639 | 8,1425 | 1,4745 | 1,4635 | 1,6057 | 0,8833 |
| Jun | 1,3658 | 138,44 | 1,2156 | 0,80150 | 9,1762 | 7,4557 | 8,4035 | 1,4589 | 1,4537 | 1,5626 | 0,8833 |
| Jul | 1,3472 | 136,97 | 1,2152 | 0,79215 | 9,2102 | 7,4573 | 8,3610 | 1,4449 | 1,4272 | 1,5679 | 0,8752 |
| 14 Jul | 1,3588 | 138,67 | 1,2160 | 0,79260 | 9,3129 | 7,4566 | 8,4115 | 1,4451 | 1,4529 | 1,5548 | 0,8824 |
| 5 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 6 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 7 | 1,3592 | 138,53 | 1,2155 | 0,79385 | 9,3098 | 7,4562 | 8,4020 | 1,4466 | 1,4522 | 1,5547 | 0,8804 |
| 8 | 1,3589 | 138,26 | 1,2155 | 0,79385 | 9,2977 | 7,4556 | 8,3965 | 1,4508 | 1,4459 | 1,5480 | 0,8801 |
| 9 | 1,3603 | 138,38 | 1,2158 | 0,79555 | 9,2585 | 7,4552 | 8,4035 | 1,4506 | 1,4486 | 1,5466 | 0,8806 |
| 10 | 1,3604 | 137,87 | 1,2143 | 0,79505 | 9,2168 | 7,4553 | 8,3770 | 1,4515 | 1,4520 | 1,5451 | 0,8804 |
| 11 | 1,3595 | 137,75 | 1,2143 | 0,79410 | 9,2176 | 7,4557 | 8,3770 | 1,4466 | 1,4463 | 1,5417 | 0,8799 |
| 12 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 13 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 14 | 1,3627 | 138,29 | 1,2139 | 0,79660 | 9,2482 | 7,4568 | 8,4100 | 1,4619 | 1,4500 | 1,5457 | 0,8817 |
| 15 | 1,3613 | 138,28 | 1,2142 | 0,79310 | 9,2564 | 7,4567 | 8,4305 | 1,4611 | 1,4522 | 1,5465 | 0,8811 |
| 16 | 1,3532 | 137,73 | 1,2156 | 0,79030 | 9,2495 | 7,4566 | 8,3850 | 1,4564 | 1,4480 | 1,5548 | 0,8778 |
| 17 | 1,3525 | 137,27 | 1,2147 | 0,79090 | 9,2470 | 7,4569 | 8,3825 | 1,4537 | 1,4426 | 1,5569 | 0,8775 |
| 18 | 1,3525 | 137,07 | 1,2144 | 0,79155 | 9,2282 | 7,4570 | 8,3575 | 1,4533 | 1,4407 | 1,5580 | 0,8776 |
| 19 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 20 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 21 | 1,3518 | 136,97 | 1,2144 | 0,79150 | 9,2592 | 7,4567 | 8,3975 | 1,4524 | 1,4407 | 1,5553 | 0,8772 |
| 22 | 1,3481 | 136,93 | 1,2151 | 0,79050 | 9,2414 | 7,4567 | 8,3440 | 1,4502 | 1,4368 | 1,5564 | 0,8760 |
| 23 | 1,3465 | 136,51 | 1,2150 | 0,79080 | 9,2016 | 7,4569 | 8,3235 | 1,4436 | 1,4248 | 1,5501 | 0,8752 |
| 24 | 1,3472 | 136,97 | 1,2152 | 0,79215 | 9,2102 | 7,4573 | 8,3610 | 1,4449 | 1,4272 | 1,5679 | - |

ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoson

Procedimiento:

Se utiliza la significancia estadística en primer lugar para comprobar si hay normalidad en los datos y en un segundo momento para ver si hay diferencias significativas en los valores de las variables en dos momentos de tiempo distintos.

1. En primer lugar se comprueba la normalidad de los datos a través del test de Kolmogorov-Smirnoff.
 - a. Los datos en los que se comprueba si siguen la distribución normal son los valores diferencias entre los valores de las variables de después de salir al mercado y los valores de las variables de antes de cotizar.
 - b. Los datos no siguen la distribución normal cuando el valor de la columna de la tabla “significación asintótica bilateral” es menor a 0,05.1
2. En segundo lugar se comprueba la significancia estadística de las diferencias entre los valores de las variables de antes y de después de salir a cotizar con el test de los rangos con signo de Wilcoson.
 - a. Las diferencias son estadísticamente significativas cuando el valor de la columna de la tabla “significación asintótica bilateral” es menor a 0,05.

La herramienta utilizada en el cálculo es el programa SPSS: Análisis, P. No paramétricas, K-S de 1 muestra, Seleccionamos estadísticos de contraste (Kolmogorov-Smirnoff), Opciones marcamos “descriptivos”.

ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoxon- Continuación

Prueba de Normalidad de dos muestras apareadas- Test de Kolmogorov-Smirnoff

Muestra : 74 Empresas: 59 empresas registradas en el mercado Alternext y 15 empresas registradas en el mercado MAB

| Prueba de Kolmogorov-Smirnov para una muestra | N | Parámetros normales ^{ab} | | Máximas diferencias extremas | | | Z de Kolmogorov Smirnov | Sig. asintótico (bilateral) |
|---|----|-----------------------------------|---------------------|------------------------------|----------|----------|-------------------------|-----------------------------|
| | | Media | Desviación estándar | Absoluta | Positivo | Negativo | | |
| Ventas | 74 | 11,822 | 18,432 | ,221 | ,221 | -,207 | ,221 | ,000 ^c |
| crecimiento Ventas | 70 | -21,572 | 204,950 | ,342 | ,289 | -,342 | ,342 | ,000 ^c |
| Exportaciones | 42 | 7,955 | 20,734 | ,335 | ,335 | -,304 | ,335 | ,000 ^c |
| Exportaciones/Ventas | 42 | 5,474 | 15,396 | ,123 | ,068 | -,123 | ,123 | ,114 ^c |
| Activo total | 74 | 17,581 | 19,352 | ,205 | ,205 | -,189 | ,205 | ,000 ^c |
| crecimiento del Activo total | 73 | -31,201 | 212,206 | ,329 | ,294 | -,329 | ,329 | ,000 ^c |
| Activo Inmaterial | 74 | 4,123 | 7,282 | ,254 | ,246 | -,254 | ,254 | ,000 ^c |
| crecimiento Activo Inmaterial | 71 | 268,376 | 1629,328 | ,279 | ,279 | -,274 | ,279 | ,000 ^c |
| Activo Material | 74 | 13,458 | 13,849 | ,210 | ,210 | -,170 | ,210 | ,000 ^c |
| crecimiento Activo Material | 73 | -39,708 | 218,910 | ,319 | ,276 | -,319 | ,319 | ,000 ^c |
| Activo Inmaterial/Activo total | 74 | 4,928 | 12,138 | ,158 | ,158 | -,122 | ,158 | ,000 ^c |
| Recursos Propios | 74 | 9,327 | 7,908 | ,145 | ,145 | -,094 | ,145 | ,001 ^c |
| crecimiento Recursos Propios | 73 | -59,793 | 511,475 | ,313 | ,270 | -,313 | ,313 | ,000 ^c |
| Deudas | 74 | 8,044 | 13,756 | ,279 | ,279 | -,235 | ,279 | ,000 ^c |
| crecimiento Deudas | 73 | -23,230 | 237,511 | ,318 | ,276 | -,318 | ,318 | ,000 ^c |
| Deudas a menos de un año | 74 | 5,877 | 9,857 | ,262 | ,262 | -,232 | ,262 | ,000 ^c |
| Deudas largo plazo | 73 | 2,208 | 5,985 | ,275 | ,275 | -,254 | ,275 | ,000 ^c |
| Deudas largo plazo/Deuda total | 61 | 4,863 | 18,174 | ,129 | ,054 | -,129 | ,129 | ,013 ^c |
| Deudas/Recursos Propios | 74 | 93,119 | 1217,429 | ,372 | ,372 | -,245 | ,372 | ,000 ^c |
| Deudas/Activo Material | 74 | -14,287 | 29,781 | ,165 | ,111 | -,165 | ,165 | ,000 ^c |
| Apalancamiento financiero | 74 | -20,552 | 28,223 | ,214 | ,136 | -,214 | ,214 | ,000 ^c |
| Capex | 73 | 0,550 | 2,023 | ,242 | ,191 | -,242 | ,242 | ,000 ^c |
| BAII (1) | 74 | 0,278 | 2,418 | ,102 | ,102 | -,082 | ,102 | ,056 ^c |
| BAII/Activo | 74 | 0,667 | 27,897 | ,276 | ,276 | -,147 | ,276 | ,000 ^c |
| BAII/Ventas | 73 | -3,700 | 577,712 | ,401 | ,395 | -,401 | ,401 | ,000 ^c |
| Empleo | 74 | 70,399 | 114,215 | ,271 | ,271 | -,245 | ,271 | ,000 ^c |
| crecimiento Empleo | 72 | 10,287 | 84,968 | ,264 | ,264 | -,192 | ,264 | ,000 ^c |

(1) Beneficio antes de intereses e impuestos

a. La distribución de prueba es normal.

b. Se calcula a partir de datos.

c. Corrección de significación de Lilliefors.

ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoxon-Continuación

Test de Wilcoxon

Muestra : 74 Empresas registradas, 59 empresas en el mercado Alternext y 15 empresas en el mercado MAB

Test de Wilcoxon: Tabla de signos

Rangos

| | | N | Rango promedio | Suma de rangos |
|--|------------------|------------------|----------------|----------------|
| post_Ventas - pre_Ventas | Rangos negativos | 6 ^{br} | 13,67 | 82,00 |
| | Rangos positivos | 68 ^{bs} | 39,60 | 2693,00 |
| | Empates | 0 ^{bt} | | |
| | Total | 74 | | |
| post_crecimiento Ventas - pre_crecimiento Ventas | Rangos negativos | 40 ^{bu} | 37,23 | 1489,00 |
| | Rangos positivos | 30 ^{bv} | 33,20 | 996,00 |
| | Empates | 0 ^{bw} | | |
| | Total | 70 | | |
| Post_Exportaciones - pre_Exportaciones | Rangos negativos | 5 ^{bx} | 16,00 | 80,00 |
| | Rangos positivos | 37 ^{by} | 22,24 | 823,00 |
| | Empates | 0 ^{bz} | | |
| | Total | 42 | | |
| post_Exportaciones/Ventas - pre_Exportaciones/Ventas | Rangos negativos | 12 ^a | 21,50 | 258,00 |
| | Rangos positivos | 30 ^b | 21,50 | 645,00 |
| | Empates | 0 ^c | | |
| | Total | 42 | | |
| post_ActivoTotal - pre_ActivoTotal | Rangos negativos | 1 ^d | 27,00 | 27,00 |
| | Rangos positivos | 73 ^e | 37,64 | 2748,00 |
| | Empates | 0 ^f | | |
| | Total | 74 | | |
| post_crecimiento Activo - pre_crecimiento Activo | Rangos negativos | 43 ^g | 39,30 | 1690,00 |
| | Rangos positivos | 30 ^h | 33,70 | 1011,00 |
| | Empates | 0 ⁱ | | |
| | Total | 73 | | |
| post_Activo Inmaterial - pre_Activo Inmaterial | Rangos negativos | 9 ^j | 15,61 | 140,50 |
| | Rangos positivos | 63 ^k | 39,48 | 2487,50 |
| | Empates | 2 ^l | | |
| | Total | 74 | | |
| post_crecimiento Activo Inmaterial - pre_crecimiento Activo Inmaterial | Rangos negativos | 32 ^m | 30,63 | 980,00 |
| | Rangos positivos | 39 ⁿ | 40,41 | 1576,00 |
| | Empates | 0 ^o | | |
| | Total | 71 | | |

ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoxon-Continuación

Test de Wilcoxon: Rangos

| | N | Rango promedio | Suma de rangos |
|--|--|--|-------------------|
| post_Activo Material - pre_Activo Material | Rangos negativos Rangos positivos Empates Total | 1 ^p 73 ^q 0 ^r 74 | 35,00 2740,00 |
| post_crecimiento Activo Material - pre_crecimiento Activo Material | Rangos negativos Rangos positivos Empates Total | 44 ^s 29 ^t 0 ^u 73 | 1744,00 957,00 |
| post_Recursos Propios - pre_Recursos Propios | Rangos negativos Rangos positivos Empates Total | 4 ^v 70 ^w 0 ^x 74 | 13,00 2723,00 |
| post_crecimiento Recursos Propios - pre_crecimiento Recursos Propios | Rangos negativos Rangos positivos Empates Total | 43 ^y 30 ^z 0 ^{aa} 73 | 38,19 1059,00 |
| post_Deudas - pre_Deudas | Rangos negativos Rangos positivos Empates Total | 4 ^{ab} 70 ^{ac} 0 ^{ad} 74 | 22,00 2687,00 |
| post_crecimiento Deudas - pre_crecimiento Deudas | Rangos negativos Rangos positivos Empates Total | 34 ^{ae} 39 ^{af} 0 ^{ag} 73 | 37,74 1418,00 |
| post_Deudas menos de un año - pre_Deudas menos de un año | Rangos negativos Rangos positivos Empates Total | 6 ^{ah} 68 ^{ai} 0 ^{aj} 74 | 15,33 2683,00 |
| post_Deudas largo plazo - pre_Deudas largo plazo | Rangos negativos Rangos positivos Empates Total | 13 ^{ak} 50 ^{al} 10 ^{am} 73 | 23,85 1706,00 |
| post_Deudas largo plazo/Deudatotal - pre_Deudas largo plazo/Deudatotal | Rangos negativos Rangos positivos Empates Total | 21 ^{an} 40 ^{ao} 0 ^{ap} 61 | 28,90 1284,00 |

ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoson-Continuación

Test de Wilcoson: Rangos

| | | N | Rango promedio | Suma de rangos |
|--------------------------------------|--------------------|------------------|----------------|----------------|
| post_Deudas/RecursosPropios | Rangos negativos | 55 ^{aq} | 36,09 | 1985,00 |
| pre_Deudas/RecursosPropios | - Rangos positivos | 19 ^{ar} | 41,58 | 790,00 |
| | Empates | 0 ^{as} | | |
| | Total | 74 | | |
| post_Deudas/ActivoMaterial | Rangos negativos | 57 ^{at} | 38,75 | 2209,00 |
| pre_Deudas/ActivoMaterial | - Rangos positivos | 17 ^{au} | 33,29 | 566,00 |
| | Empates | 0 ^{av} | | |
| | Total | 74 | | |
| post_Apalancamiento Financiero | Rangos negativos | 65 ^{aw} | 39,43 | 2563,00 |
| pre_Apalancamiento Financiero | - Rangos positivos | 9 ^{ax} | 23,56 | 212,00 |
| | Empates | 0 ^{ay} | | |
| | Total | 74 | | |
| post_Capex - pre_Capex | Rangos negativos | 15 ^{az} | 32,20 | 483,00 |
| | Rangos positivos | 58 ^{ba} | 38,24 | 2218,00 |
| | Empates | 0 ^{bb} | | |
| | Total | 73 | | |
| post_BAII - pre_BAII | Rangos negativos | 34 ^{bc} | 36,18 | 1230,00 |
| | Rangos positivos | 40 ^{bd} | 38,63 | 1545,00 |
| | Empates | 0 ^{be} | | |
| | Total | 74 | | |
| post_BAII / Activo - pre_BAII/Activo | Rangos negativos | 51 ^{bf} | 35,78 | 1825,00 |
| | Rangos positivos | 23 ^{bg} | 41,30 | 950,00 |
| | Empates | 0 ^{bh} | | |
| | Total | 74 | | |
| post_BAII/Ventas - pre_BAII/Ventas | Rangos negativos | 41 ^{bi} | 40,27 | 1651,00 |
| | Rangos positivos | 32 ^{bj} | 32,81 | 1050,00 |
| | Empates | 0 ^{bk} | | |
| | Total | 73 | | |
| post_Empleo - pre_Empleo | Rangos negativos | 2 ^{bl} | 14,50 | 29,00 |
| | Rangos positivos | 72 ^{bm} | 38,14 | 2746,00 |
| | Empates | 0 ^{bn} | | |
| | Total | 74 | | |
| post_crecimiento Empleo | Rangos negativos | 31 ^{bo} | 36,00 | 1116,00 |
| pre_crecimiento Empleo | - Rangos positivos | 40 ^{bp} | 36,00 | 1440,00 |
| | Empates | 1 ^{bq} | | |
| | Total | 72 | | |

ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoxon- Continuación

Test de Wilcoxon

- a. $\text{post_ExportacionesVentas} < \text{pre_ExportacionesVentas}$
- b. $\text{post_ExportacionesVentas} > \text{pre_ExportacionesVentas}$
- c. $\text{post_ExportacionesVentas} = \text{pre_ExportacionesVentas}$
- d. $\text{post_ActivoTotal} < \text{pre_ActivoTotal}$
- e. $\text{post_ActivoTotal} > \text{pre_ActivoTotal}$
- f. $\text{post_ActivoTotal} = \text{pre_ActivoTotal}$
- g. $\text{post_crecimientodelactivo} < \text{pre_crecimientodelactivo}$
- h. $\text{post_crecimientodelactivo} > \text{pre_crecimientodelactivo}$
- i. $\text{post_crecimientodelactivo} = \text{pre_crecimientodelactivo}$
- j. $\text{post_ActivoInmaterial} < \text{pre_ActivoInmaterial}$
- k. $\text{post_ActivoInmaterial} > \text{pre_ActivoInmaterial}$
- l. $\text{post_ActivoInmaterial} = \text{pre_ActivoInmaterial}$
- m. $\text{post_crecimientoactivooinmaterial} < \text{pre_crecimientoactivooinmaterial}$
- n. $\text{post_crecimientoactivooinmaterial} > \text{pre_crecimientoactivooinmaterial}$
- o. $\text{post_crecimientoactivooinmaterial} = \text{pre_crecimientoactivooinmaterial}$
- p. $\text{post_ActivoMaterial} < \text{pre_ActivoMaterial}$
- q. $\text{post_ActivoMaterial} > \text{pre_ActivoMaterial}$
- r. $\text{post_ActivoMaterial} = \text{pre_ActivoMaterial}$
- s. $\text{post_crecimientoactivomaterial} < \text{pre_crecimientodelactivomaterial}$
- t. $\text{post_crecimientoactivomaterial} > \text{pre_crecimientodelactivomaterial}$
- u. $\text{post_crecimientoactivomaterial} = \text{pre_crecimientodelactivomaterial}$
- v. $\text{post_RecursosPropios} < \text{pre_RecursosPropios}$
- w. $\text{post_RecursosPropios} > \text{pre_RecursosPropios}$
- x. $\text{post_RecursosPropios} = \text{pre_RecursosPropios}$
- y. $\text{post_crecimientorecursospropios} < \text{pre_crecimientorecursospropios}$
- z. $\text{post_crecimientorecursospropios} > \text{pre_crecimientorecursospropios}$
- aa. $\text{post_crecimientorecursospropios} = \text{pre_crecimientorecursospropios}$
- ab. $\text{post_Deudas} < \text{pre_Deudas}$
- ac. $\text{post_Deudas} > \text{pre_Deudas}$
- ad. $\text{post_Deudas} = \text{pre_Deudas}$
- ae. $\text{post_crecimientodeudas} < \text{pre_crecimientodeudas}$
- af. $\text{post_crecimientodeudas} > \text{pre_crecimientodeudas}$
- ag. $\text{post_crecimientodeudas} = \text{pre_crecimientodeudas}$
- ah. $\text{post_Deudasamenosdeunaño} < \text{pre_Deudasamenosdeunaño}$
- ai. $\text{post_Deudasamenosdeunaño} > \text{pre_Deudasamenosdeunaño}$
- aj. $\text{post_Deudasamenosdeunaño} = \text{pre_Deudasamenosdeunaño}$
- ak. $\text{post_Deudasalargoplazo} < \text{pre_Deudasalargoplazo}$
- al. $\text{post_Deudasalargoplazo} > \text{pre_Deudasalargoplazo}$
- am. $\text{post_Deudasalargoplazo} = \text{pre_Deudasalargoplazo}$
- an. $\text{post_DeudasalargoplazoDeudatotal} < \text{pre_DeudasalargoplazoDeudatotal}$

ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoson-Continuación

Test de Wilcoson

ao. $\text{post_DeudasalargoplazoDeudatotal} > \text{pre_DeudasalargoplazoDeudatotal}$
ap. $\text{post_DeudasalargoplazoDeudatotal} = \text{pre_DeudasalargoplazoDeudatotal}$
aq. $\text{post_DeudasRecursosPropios} < \text{pre_DeudasRecursosPropios}$
ar. $\text{post_DeudasRecursosPropios} > \text{pre_DeudasRecursosPropios}$
as. $\text{post_DeudasRecursosPropios} = \text{pre_DeudasRecursosPropios}$
at. $\text{post_DeudasActivoMaterial} < \text{pre_DeudasActivoMaterial}$
au. $\text{post_DeudasActivoMaterial} > \text{pre_DeudasActivoMaterial}$
av. $\text{post_DeudasActivoMaterial} = \text{pre_DeudasActivoMaterial}$
aw. $\text{post_ApalancamientoFinanciero} < \text{pre_ApalancamientoFinanciero}$
ax. $\text{post_ApalancamientoFinanciero} > \text{pre_ApalancamientoFinanciero}$
ay. $\text{post_ApalancamientoFinanciero} = \text{pre_ApalancamientoFinanciero}$
az. $\text{post_capex} < \text{pre_capex}$
ba. $\text{post_capex} > \text{pre_capex}$
bb. $\text{post_capex} = \text{pre_capex}$
bc. $\text{post_BAII} < \text{pre_BAII}$
bd. $\text{post_BAII} > \text{pre_BAII}$
be. $\text{post_BAII} = \text{pre_BAII}$
bf. $\text{post_BAIIActivo} < \text{pre_BAIIActivo}$
bg. $\text{post_BAIIActivo} > \text{pre_BAIIActivo}$
bh. $\text{post_BAIIActivo} = \text{pre_BAIIActivo}$
bi. $\text{post_BAIIVentas} < \text{pre_BAIIVentas}$
bj. $\text{post_BAIIVentas} > \text{pre_BAIIVentas}$
bk. $\text{post_BAIIVentas} = \text{pre_BAIIVentas}$
bl. $\text{post_Empleo} < \text{pre_Empleo}$
bm. $\text{post_Empleo} > \text{pre_Empleo}$
bn. $\text{post_Empleo} = \text{pre_Empleo}$
bo. $\text{post_crecimientoempleo} < \text{pre_crecimientodeempleo}$
bp. $\text{post_crecimientoempleo} > \text{pre_crecimientodeempleo}$
bq. $\text{post_crecimientoempleo} = \text{pre_crecimientodeempleo}$
br. $\text{post_Ventas} < \text{pre_Ventas}$
bs. $\text{post_Ventas} > \text{pre_Ventas}$
bt. $\text{post_Ventas} = \text{pre_Ventas}$
bu. $\text{post_crecimientodeventas} < \text{pre_crecimientodelasventas}$
bv. $\text{post_crecimientodeventas} > \text{pre_crecimientodelasventas}$
bw. $\text{post_crecimientodeventas} = \text{pre_crecimientodelasventas}$
bx. $\text{postExportaciones} < \text{preExportaciones}$
by. $\text{postExportaciones} > \text{preExportaciones}$
bz. $\text{postExportaciones} = \text{preExportaciones}$

ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoson-Continuación

Muestra : 74 Empresas registradas, 59 empresas en el mercado Alternext y 15 empresas en el mercado MAB

Test de Wilcoson

| Estadísticos de contraste a | Z | Sig. asintót. (bilateral) |
|--|----------|--|
| post_Ventas - pre_Ventas | -7,033b | 0 |
| post_crecimiento Ventas - pre_crecimiento Ventas | -1,443c | 0,149 |
| post_Exportaciones - pre_Exportaciones | -4,645b | 0 |
| post_Exportaciones/Ventas - pre_Exportaciones/Ventas | -2,419b | 0,016 |
| post_ActivoTotal - pre_ActivoTotal | -7,329b | 0 |
| post_crecimiento del Activo - pre_crecimiento del Activo | -1,866c | 0,062 |
| post_Activo Inmaterial - pre_Activo Inmaterial | -6,585b | 0 |
| post_crecimiento Activo Inmaterial - pre_crecimiento Activo Inmaterial | -1,707b | 0,088 |
| post_Activo Material - pre_Activo Material | -7,286b | 0 |
| post_crecimiento Activo Material - pre_crecimiento Activo Material | -2,163c | 0,031 |
| post_Recursos Propios - pre_Recursos Propios | -7,195b | 0 |
| post_crecimiento Recursos Propios - pre_crecimiento Recursos Propios | -1,603c | 0,109 |
| post_Deudas - pre_Deudas | -7,001b | 0 |
| post_crecimiento Deudas - pre_crecimiento Deudas | -,371b | 0,711 |
| post_Deudas a menos de un año - pre_Deudas a menos de un año | -6,979b | 0 |
| post_Deudas a largo plazo - pre_Deudas a largo plazo | -4,779b | 0 |
| post_Deudas a largo plazo/Deuda total - pre_Deudas a largo plazo/Deuda total | -2,431b | 0,015 |

ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoson-Continuación

Test de Wilcoson

| Estadísticos de contraste | Z | Sig. asintót. (bilateral) |
|--|----------|--------------------------------------|
| post_Deudas/Recursos Propios - pre_Deudas/Recursos Propios | -3,219c | 0,001 |
| post_Deudas /ActivoMaterial - pre_Deudas/ActivoMaterial | -4,426c | 0 |
| post_Apalancamiento Financiero - pre_Apalancamiento Financiero | -6,333c | 0 |
| post_capex - pre_capex | -4,769b | 0 |
| post_BAII - pre_BAII | -,848b | 0,396 |
| post_BAII/Activo - pre_BAII/Activo | -2,357c | 0,018 |
| post_BAII/Ventas - pre_BAII/Ventas | -1,652c | 0,099 |
| post_Empleo - pre_Empleo | -7,319b | 0 |
| post_crecimiento Empleo - pre_crecimiento del Empleo | -,928b | 0,353 |

a Prueba de los rangos con signo de Wilcoxon

b Basado en los rangos negativos.

c Basado en los rangos positivos.

ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoxon-Continuación

Muestra: 59 Empresas registradas en Alternext

Nivel de significación: mayor a 0,05 la variable sigue la distribución normal

menor a 0,05 la variable no sigue la distribución normal

| Prueba de Kolmogorov-Smirnov para una muestra | N | Parámetros normales ^{ab} | | Máximas diferencias extremas | | | Z de Kolmogorov Smirnov | Sig. asintótica (bilateral) |
|---|----|-----------------------------------|---------------------|------------------------------|----------|----------|-------------------------|-----------------------------|
| | | Media | Desviación estándar | Absoluta | Positivo | Negativo | | |
| Ventas | 59 | 12,936 | 19,880 | ,255 | ,255 | -,240 | ,255 | ,000 ^c |
| crecimiento Ventas | 55 | -32,781 | 220,328 | ,375 | ,318 | -,375 | ,375 | ,000 ^c |
| Exportaciones | 37 | 8,852 | 21,954 | ,337 | ,337 | -,300 | ,337 | ,000 ^c |
| Exportaciones/Ventas | 37 | 5,648 | 15,301 | ,116 | ,085 | -,116 | ,116 | ,200 ^{cd} |
| Activo total | 59 | 17,732 | 18,119 | ,195 | ,184 | -,195 | ,195 | ,000 ^c |
| crecimiento del Activo total | 58 | -37,424 | 234,404 | ,339 | ,291 | -,339 | ,339 | ,000 ^c |
| Activo Inmaterial | 59 | 4,124 | 6,880 | ,269 | ,250 | -,269 | ,269 | ,000 ^c |
| crecimiento Activo Inmaterial | 56 | 229,415 | 1223,107 | ,291 | ,243 | -,291 | ,291 | ,000 ^c |
| Activo Material | 59 | 13,608 | 13,231 | ,199 | ,199 | -,180 | ,199 | ,000 ^c |
| crecimiento Activo Material | 58 | -47,747 | 241,887 | ,337 | ,289 | -,337 | ,337 | ,000 ^c |
| Activo Inmaterial/Activo total | 59 | 5,757 | 12,684 | ,176 | ,176 | -,143 | ,176 | ,000 ^c |
| Recursos Propios | 59 | 9,963 | 7,938 | ,135 | ,135 | -,106 | ,135 | ,009 ^c |
| crecimiento Recursos Propios | 58 | -14,926 | 283,241 | ,276 | ,276 | -,246 | ,276 | ,000 ^c |
| Deudas | 59 | 7,565 | 12,105 | ,274 | ,274 | -,254 | ,274 | ,000 ^c |
| crecimiento Deudas | 58 | -37,578 | 259,794 | ,326 | ,271 | -,326 | ,326 | ,000 ^c |
| Deudas a menos de un año | 59 | 5,836 | 10,060 | ,264 | ,264 | -,247 | ,264 | ,000 ^c |
| Deudas largo plazo | 58 | 1,774 | 3,845 | ,304 | ,304 | -,221 | ,304 | ,000 ^c |
| Deudas largo plazo/Deuda total | 46 | 7,820 | 16,913 | ,118 | ,118 | -,111 | ,118 | ,114 ^c |
| Deudas/Recursos Propios | 59 | 69,240 | 1256,927 | ,380 | ,380 | -,284 | ,380 | ,000 ^c |
| Deudas/Activo Material | 59 | -14,236 | 30,641 | ,191 | ,135 | -,191 | ,191 | ,000 ^c |
| Apalancamiento financiero | 59 | -22,597 | 29,301 | ,223 | ,162 | -,223 | ,223 | ,000 ^c |
| Capex | 58 | 0,674 | 1,738 | ,216 | ,204 | -,216 | ,216 | ,000 ^c |
| BAII (1) | 59 | 0,588 | 2,486 | ,112 | ,112 | -,101 | ,112 | ,065 ^c |
| BAII/Activo | 59 | 2,364 | 30,863 | ,263 | ,263 | -,148 | ,263 | ,000 ^c |
| BAII/Ventas | 58 | 23,635 | 623,159 | ,420 | ,399 | -,420 | ,420 | ,000 ^c |
| Empleo | 59 | 63,271 | 108,510 | ,294 | ,294 | -,251 | ,294 | ,000 ^c |
| crecimiento Empleo | 57 | 4,052 | 64,705 | ,215 | ,215 | -,169 | ,215 | ,000 ^c |

(1) Beneficio antes de intereses e impuestos

a. La distribución de prueba es normal.

b. Se calcula a partir de datos.

c. Corrección de significación de Lilliefors.

ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoxon-Continuación

Test de Wilcoxon

Muestra : 59 empresas en el mercado Alternext

Test de Wilcoxon: Tabla de signos

Rangos

| | | N | Rango promedio | Suma de rangos |
|----------------------------|--------------------|-----------------|----------------|----------------|
| | Rangos negativos | 11 ^a | 18,09 | 199,00 |
| post_ExportacionesVentas | Rangos positivos | 26 ^b | 19,38 | 504,00 |
| -pre_ExportacionesVentas | Empates | 0 ^c | | |
| | Total | 37 | | |
| | Rangos negativos | 1 ^d | 20,00 | 20,00 |
| post_ActivoTotal | - Rangos positivos | 58 ^e | 30,17 | 1750,00 |
| pre_ActivoTotal | Empates | 0 ^f | | |
| | Total | 59 | | |
| | Rangos negativos | 33 ^g | 32,18 | 1062,00 |
| post_crecimientodelactivo | Rangos positivos | 25 ^h | 25,96 | 649,00 |
| - pre_crecimientodelactivo | Empates | 0 ⁱ | | |
| | Total | 58 | | |
| | Rangos negativos | 7 ^j | 8,14 | 57,00 |
| post_ActivoInmaterial | - Rangos positivos | 50 ^k | 31,92 | 1596,00 |
| pre_ActivoInmaterial | Empates | 2 ^l | | |
| | Total | 59 | | |
| post_crecimiento activo | Rangos negativos | 20 ^m | 23,25 | 465,00 |
| inmaterial- | Rangos positivos | 36 ⁿ | 31,42 | 1131,00 |
| pre_crecimiento activo | Empates | 0 ^o | | |
| inmaterial | Total | 56 | | |
| | Rangos negativos | 1 ^p | 28,00 | 28,00 |
| post_ActivoMaterial | - Rangos positivos | 58 ^q | 30,03 | 1742,00 |
| pre_ActivoMaterial | Empates | 0 ^r | | |
| | Total | 59 | | |
| post_crecimientoactivoma | Rangos negativos | 34 ^s | 33,29 | 1132,00 |
| terial | - Rangos positivos | 24 ^t | 24,13 | 579,00 |
| pre_crecimientodelactivo | Empates | 0 ^u | | |
| material | Total | 58 | | |
| | Rangos negativos | 3 ^v | 10,67 | 32,00 |
| post_RecursosPropios | - Rangos positivos | 56 ^w | 31,04 | 1738,00 |
| pre_RecursosPropios | Empates | 0 ^x | | |
| | Total | 59 | | |

ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoxon- Continuación

Test de Wilcoxon: Rangos

| | | N | Rango promedio | Suma de rangos |
|--|------------------|------------------|----------------|----------------|
| post_crecimiento recursos propios- pre_crecimiento recursos propios | Rangos negativos | 34 ^y | 31,62 | 1075,00 |
| | Rangos positivos | 24 ^z | 26,50 | 636,00 |
| | Empates | 0 ^{aa} | | |
| | Total | 58 | | |
| post_Deudas - pre_Deudas | Rangos negativos | 1 ^{ab} | 19,00 | 19,00 |
| | Rangos positivos | 58 ^{ac} | 30,19 | 1751,00 |
| | Empates | 0 ^{ad} | | |
| | Total | 59 | | |
| post_crecimientodeudas - pre_crecimientodeudas | Rangos negativos | 26 ^{ae} | 31,65 | 823,00 |
| | Rangos positivos | 32 ^{af} | 27,75 | 888,00 |
| | Empates | 0 ^{ag} | | |
| | Total | 58 | | |
| post_Deudas a menos de un año - pre_Deudas a menos de un año | Rangos negativos | 4 ^{ah} | 10,75 | 43,00 |
| | Rangos positivos | 55 ^{ai} | 31,40 | 1727,00 |
| | Empates | 0 ^{aj} | | |
| | Total | 59 | | |
| post_Deudas a largo plazo - pre_Deudas a largo plazo | Rangos negativos | 9 ^{ak} | 17,89 | 161,00 |
| | Rangos positivos | 39 ^{al} | 26,03 | 1015,00 |
| | Empates | 10 ^{am} | | |
| | Total | 58 | | |
| post_Deudas a largo plazo/Deuda total - pre_Deudas a largo plazo/Deuda total | Rangos negativos | 12 ^{an} | 21,17 | 254,00 |
| | Rangos positivos | 34 ^{ao} | 24,32 | 827,00 |
| | Empates | 0 ^{ap} | | |
| | Total | 46 | | |
| post_Deudas/Recursos Propios-pre_Deudas/Recursos Propios | Rangos negativos | 47 ^{aq} | 28,77 | 1352,00 |
| | Rangos positivos | 12 ^{ar} | 34,83 | 418,00 |
| | Empates | 0 ^{as} | | |
| | Total | 59 | | |
| post_Deudas Activo Material-pre_Deudas Activo Material | Rangos negativos | 46 ^{at} | 30,87 | 1420,00 |
| | Rangos positivos | 13 ^{au} | 26,92 | 350,00 |
| | Empates | 0 ^{av} | | |
| | Total | 59 | | |
| post_Apalancamiento Financiero- pre_Apalancamiento Financiero | Rangos negativos | 54 ^{aw} | 30,65 | 1655,00 |
| | Rangos positivos | 5 ^{ax} | 23,00 | 115,00 |
| | Empates | 0 ^{ay} | | |
| | Total | 59 | | |

ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoxon-Continuación

Test de Wilcoxon: Rangos

| | | N | Rango promedio | Suma de rangos |
|--|------------------|------------------|----------------|----------------|
| post_capex - pre_capex | Rangos negativos | 12 ^{az} | 22,00 | 264,00 |
| | Rangos positivos | 46 ^{ba} | 31,46 | 1447,00 |
| | Empates | 0 ^{bb} | | |
| | Total | 58 | | |
| post_BAII - pre_BAII | Rangos negativos | 23 ^{bc} | 28,83 | 663,00 |
| | Rangos positivos | 36 ^{bd} | 30,75 | 1107,00 |
| | Empates | 0 ^{be} | | |
| | Total | 59 | | |
| post_BAII/Activo - pre_BAII/Activo | Rangos negativos | 38 ^{bf} | 28,03 | 1065,00 |
| | Rangos positivos | 21 ^{bg} | 33,57 | 705,00 |
| | Empates | 0 ^{bh} | | |
| | Total | 59 | | |
| post_BAII/Venta s - pre_BAII/Ventas | Rangos negativos | 29 ^{bi} | 31,41 | 911,00 |
| | Rangos positivos | 29 ^{bj} | 27,59 | 800,00 |
| | Empates | 0 ^{bk} | | |
| | Total | 58 | | |
| post_Empleo - pre_Empleo | Rangos negativos | 2 ^{bl} | 11,00 | 22,00 |
| | Rangos positivos | 57 ^{bm} | 30,67 | 1748,00 |
| | Empates | 0 ^{bn} | | |
| | Total | 59 | | |
| post_crecimiento empleo - pre_crecimientod eempleo | Rangos negativos | 24 ^{bo} | 29,38 | 705,00 |
| | Rangos positivos | 32 ^{bp} | 27,84 | 891,00 |
| | Empates | 1 ^{bq} | | |
| | Total | 57 | | |
| post_Ventas - pre_Ventas | Rangos negativos | 2 ^{br} | 8,50 | 17,00 |
| | Rangos positivos | 57 ^{bs} | 30,75 | 1753,00 |
| | Empates | 0 ^{bt} | | |
| | Total | 59 | | |
| post_crecimiento de ventas- pre_crecimiento de ventas | Rangos negativos | 31 ^{bu} | 29,16 | 904,00 |
| | Rangos positivos | 24 ^{bv} | 26,50 | 636,00 |
| | Empates | 0 ^{bw} | | |
| | Total | 55 | | |
| Post Exportaciones – pre Exportaciones | Rangos negativos | 4 ^{bx} | 12,50 | 50,00 |
| | Rangos positivos | 33 ^{by} | 19,79 | 653,00 |
| | Empates | 0 ^{bz} | | |
| | Total | 37 | | |

ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoson-Continuación

Test de Wilcoson

- a. $\text{post_ExportacionesVentas} < \text{pre_ExportacionesVentas}$
- b. $\text{post_ExportacionesVentas} > \text{pre_ExportacionesVentas}$
- c. $\text{post_ExportacionesVentas} = \text{pre_ExportacionesVentas}$
- d. $\text{post_ActivoTotal} < \text{pre_ActivoTotal}$
- e. $\text{post_ActivoTotal} > \text{pre_ActivoTotal}$
- f. $\text{post_ActivoTotal} = \text{pre_ActivoTotal}$
- g. $\text{post_crecimientodelactivo} < \text{pre_crecimientodelactivo}$
- h. $\text{post_crecimientodelactivo} > \text{pre_crecimientodelactivo}$
- i. $\text{post_crecimientodelactivo} = \text{pre_crecimientodelactivo}$
- j. $\text{post_ActivoInmaterial} < \text{pre_ActivoInmaterial}$
- k. $\text{post_ActivoInmaterial} > \text{pre_ActivoInmaterial}$
- l. $\text{post_ActivoInmaterial} = \text{pre_ActivoInmaterial}$
- m. $\text{post_crecimientoaactivoinmaterial} < \text{pre_crecimientoaactivoinmaterial}$
- n. $\text{post_crecimientoaactivoinmaterial} > \text{pre_crecimientoaactivoinmaterial}$
- o. $\text{post_crecimientoaactivoinmaterial} = \text{pre_crecimientoaactivoinmaterial}$
- p. $\text{post_ActivoMaterial} < \text{pre_ActivoMaterial}$
- q. $\text{post_ActivoMaterial} > \text{pre_ActivoMaterial}$
- r. $\text{post_ActivoMaterial} = \text{pre_ActivoMaterial}$
- s. $\text{post_crecimientoaactivomaterial} < \text{pre_crecimientoaactivomaterial}$
- t. $\text{post_crecimientoaactivomaterial} > \text{pre_crecimientoaactivomaterial}$
- u. $\text{post_crecimientoaactivomaterial} = \text{pre_crecimientoaactivomaterial}$
- v. $\text{post_RecursosPropios} < \text{pre_RecursosPropios}$
- w. $\text{post_RecursosPropios} > \text{pre_RecursosPropios}$
- x. $\text{post_RecursosPropios} = \text{pre_RecursosPropios}$
- y. $\text{post_crecimientorecursospropios} < \text{pre_crecimientorecursospropios}$
- z. $\text{post_crecimientorecursospropios} > \text{pre_crecimientorecursospropios}$
- aa. $\text{post_crecimientorecursospropios} = \text{pre_crecimientorecursospropios}$
- ab. $\text{post_Deudas} < \text{pre_Deudas}$
- ac. $\text{post_Deudas} > \text{pre_Deudas}$
- ad. $\text{post_Deudas} = \text{pre_Deudas}$
- ae. $\text{post_crecimientodeudas} < \text{pre_crecimientodeudas}$
- af. $\text{post_crecimientodeudas} > \text{pre_crecimientodeudas}$
- ag. $\text{post_crecimientodeudas} = \text{pre_crecimientodeudas}$
- ah. $\text{post_Deudasamenosdeunaño} < \text{pre_Deudasamenosdeunaño}$
- ai. $\text{post_Deudasamenosdeunaño} > \text{pre_Deudasamenosdeunaño}$
- aj. $\text{post_Deudasamenosdeunaño} = \text{pre_Deudasamenosdeunaño}$
- ak. $\text{post_Deudasalargoplazo} < \text{pre_Deudasalargoplazo}$
- al. $\text{post_Deudasalargoplazo} > \text{pre_Deudasalargoplazo}$
- am. $\text{post_Deudasalargoplazo} = \text{pre_Deudasalargoplazo}$

ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoson-Continuación

Test de Wilcoson

an. $\text{post_DeudasalargoplazoDeudatotal} < \text{pre_DeudasalargoplazoDeudatotal}$
ao. $\text{post_DeudasalargoplazoDeudatotal} > \text{pre_DeudasalargoplazoDeudatotal}$
ap. $\text{post_DeudasalargoplazoDeudatotal} = \text{pre_DeudasalargoplazoDeudatotal}$
aq. $\text{post_DeudasRecursosPropios} < \text{pre_DeudasRecursosPropios}$
ar. $\text{post_DeudasRecursosPropios} > \text{pre_DeudasRecursosPropios}$
as. $\text{post_DeudasRecursosPropios} = \text{pre_DeudasRecursosPropios}$
at. $\text{post_DeudasActivoMaterial} < \text{pre_DeudasActivoMaterial}$
au. $\text{post_DeudasActivoMaterial} > \text{pre_DeudasActivoMaterial}$
av. $\text{post_DeudasActivoMaterial} = \text{pre_DeudasActivoMaterial}$
aw. $\text{post_ApalancamientoFinanciero} < \text{pre_ApalancamientoFinanciero}$
ax. $\text{post_ApalancamientoFinanciero} > \text{pre_ApalancamientoFinanciero}$
ay. $\text{post_ApalancamientoFinanciero} = \text{pre_ApalancamientoFinanciero}$
az. $\text{post_capex} < \text{pre_capex}$
ba. $\text{post_capex} > \text{pre_capex}$
bb. $\text{post_capex} = \text{pre_capex}$
bc. $\text{post_BAII} < \text{pre_BAII}$
bd. $\text{post_BAII} > \text{pre_BAII}$
be. $\text{post_BAII} = \text{pre_BAII}$
bf. $\text{post_BAIIActivo} < \text{pre_BAIIActivo}$
bg. $\text{post_BAIIActivo} > \text{pre_BAIIActivo}$
bh. $\text{post_BAIIActivo} = \text{pre_BAIIActivo}$
bi. $\text{post_BAIIVentas} < \text{pre_BAIIVentas}$
bj. $\text{post_BAIIVentas} > \text{pre_BAIIVentas}$
bk. $\text{post_BAIIVentas} = \text{pre_BAIIVentas}$
bl. $\text{post_Empleo} < \text{pre_Empleo}$
bm. $\text{post_Empleo} > \text{pre_Empleo}$
bn. $\text{post_Empleo} = \text{pre_Empleo}$
bo. $\text{post_crecimientoempleo} < \text{pre_crecimentodelemplo}$
bp. $\text{post_crecimientoempleo} > \text{pre_crecimentodelemplo}$
bq. $\text{post_crecimientoempleo} = \text{pre_crecimentodelemplo}$
br. $\text{post_Ventas} < \text{pre_Ventas}$
bs. $\text{post_Ventas} > \text{pre_Ventas}$
bt. $\text{post_Ventas} = \text{pre_Ventas}$
bu. $\text{post_crecimentodeventas} < \text{pre_crecimentodelasventas}$
bv. $\text{post_crecimentodeventas} > \text{pre_crecimentodelasventas}$
bw. $\text{post_crecimentodeventas} = \text{pre_crecimentodelasventas}$
bx. $\text{postExportaciones} < \text{preExportaciones}$
by. $\text{postExportaciones} > \text{preExportaciones}$
bz. $\text{postExportaciones} = \text{preExportaciones}$

**ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoson- Continuación
Test de Wilcoson**

Muestra: 59 Empresas registradas en Alternext

| Estadísticos de contraste a | Z | Sig. asintót. (bilateral) |
|--|----------|--|
| post_Ventas - pre_Ventas | -6,552b | 0 |
| post_crecimiento Ventas - pre_crecimiento Ventas | -1,123c | 0,262 |
| post Exportaciones - pre Exportaciones | -4,549b | 0 |
| post_Exportaciones/Ventas - pre_Exportaciones/Ventas | -2,301b | 0,021 |
| post_ActivoTotal - pre_ActivoTotal | -6,529b | 0 |
| post_crecimiento del Activo - pre_crecimiento del Activo | -1,599c | 0,11 |
| post_Activo Inmaterial - pre_Activo Inmaterial | -6,114b | 0 |
| post_crecimiento Activo Inmaterial - pre_crecimiento Activo Inmaterial | -2,716b | 0,007 |
| post_Activo Material - pre_Activo Material | -6,469b | 0 |
| post_crecimiento Activo Material - pre_crecimiento Activo Material | -2,141c | 0,032 |
| post_Recursos Propios - pre_Recursos Propios | -6,438b | 0 |
| post_crecimiento Recursos Propios - pre_crecimiento Recursos Propios | -1,699c | 0,089 |
| post_Deudas - pre_Deudas | -6,537b | 0 |
| post_crecimiento Deudas - pre_crecimiento Deudas | -,252b | 0,801 |
| post_Deudas menos de un año - pre_Deudas menos de un año | -6,355b | 0 |
| post_Deudas a largoplazo - pre_Deudas a largo plazo | -4,380b | 0 |

ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoson-Continuación

Test de Wilcoson:

| Estadísticos de contraste a | Z | Sig. asintót. (bilateral) |
|--|---------|---------------------------------|
| post_Deudas largo plazo/Deudatotal - pre_Deudas largo plazo/Deudatotal | -3,130b | 0,002 |
| post_Deudas Recursos Propios - pre_Deudas Recursos Propios | -3,525c | 0 |
| post_Deudas/ActivoMaterial - pre_Deudas/ActivoMaterial | -4,038c | 0 |
| post_Apalancamiento Financiero - pre_Apalancamiento Financiero | -5,812c | 0 |
| post_Capex - pre_Capex | -4,580b | 0 |
| post_BAII - pre_BAII | -1,676b | 0,094 |
| post_BAIIA/ctivo - pre_BAII/Activo | -1,359c | 0,174 |
| post_BAII/Ventas - pre_BAII/Ventas | -,430c | 0,667 |
| post_Empleo - pre_Empleo | -6,514b | 0 |
| post_crecimiento Empleo - pre_crecimiento Empleo | -,759b | 0,448 |

a Prueba de los rangos con signo de Wilcoxon

b Basado en los rangos negativos.

c Basado en los rangos positivos.

ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoxon- Continuación

Prueba de Normalidad de dos muestras apareadas- Test de test de Kolmogorov-Smirnoff

Muestra: 15 Empresas registradas en MAB-EE

Nivel de significación: mayor a 0,05 la variable sigue la distribución normal

menor a 0,05 la variable no sigue la distribución normal

| Prueba de Kolmogorov-Smirnov para una muestra | N | Parámetros normales ^{a,b} | | Máximas diferencias extremas | | | Z de Kolmogorov Smirnov | Sig. asintótica (bilateral) |
|---|----|------------------------------------|---------------------|------------------------------|----------|----------|-------------------------|-----------------------------|
| | | Media | Desviación estándar | Absoluta | Positivo | Negativo | | |
| crecimiento Ventas | 15 | 19,529 | 132,197 | ,256 | ,256 | -,210 | ,256 | ,009 ^c |
| Exportaciones | 5 | 1,319 | 2,540 | ,221 | ,145 | -,221 | ,221 | ,200 ^{c,d} |
| Exportaciones/Ventas | 5 | 4,180 | 17,894 | ,238 | ,175 | -,238 | ,238 | ,200 ^{c,d} |
| Activo total | 15 | 16,990 | 24,335 | ,320 | ,320 | -,258 | ,320 | ,000 ^c |
| crecimiento del Activo total | 15 | -7,136 | 84,277 | ,280 | ,280 | -,264 | ,280 | ,002 ^c |
| Activo Inmaterial | 15 | 4,119 | 8,966 | ,377 | ,377 | -,236 | ,377 | ,000 ^c |
| crecimiento Activo Inmaterial | 15 | 413,828 | 2714,351 | ,421 | ,421 | -,247 | ,421 | ,000 ^c |
| Activo Material | 15 | 12,871 | 16,564 | ,266 | ,266 | -,227 | ,266 | ,005 ^c |
| crecimiento Activo Material | 15 | -8,626 | 83,273 | ,254 | ,194 | -,254 | ,254 | ,010 ^c |
| Activo Inmaterial/Activo total | 15 | 1,669 | 9,352 | ,156 | ,156 | -,090 | ,156 | ,200 ^{c,d} |
| Recursos Propios | 15 | 6,824 | 7,526 | ,207 | ,207 | -,125 | ,207 | ,083 ^c |
| crecimiento Recursos Propios | 15 | -233,279 | 989,034 | ,365 | ,228 | -,365 | ,365 | ,000 ^c |
| Deudas | 15 | 9,928 | 19,362 | ,305 | ,305 | -,225 | ,305 | ,001 ^c |
| crecimiento Deudas | 15 | 32,250 | 105,698 | ,381 | ,381 | -,211 | ,381 | ,000 ^c |
| Deudas a menos de un año | 15 | 6,040 | 9,345 | ,267 | ,267 | -,191 | ,267 | ,005 ^c |
| Deudas largo plazo | 15 | 3,888 | 10,966 | ,335 | ,335 | -,222 | ,335 | ,000 ^c |
| Deudas largo plazo/Deuda total | 15 | -4,203 | 19,474 | ,167 | ,113 | -,167 | ,167 | ,200 ^{c,d} |
| Deudas/Recursos Propios | 15 | 187,045 | 1082,242 | ,345 | ,345 | -,158 | ,345 | ,000 ^c |
| Deudas/Activo Material | 15 | -14,487 | 27,107 | ,148 | ,085 | -,148 | ,148 | ,200 ^{c,d} |
| Apalancamiento financiero | 15 | -12,509 | 22,572 | ,212 | ,116 | -,212 | ,212 | ,068 ^c |
| Capex | 15 | 0,069 | 2,902 | ,308 | ,193 | -,308 | ,308 | ,000 ^c |
| BAII (1) | 15 | -0,941 | 1,696 | ,148 | ,091 | -,148 | ,148 | ,200 ^{c,d} |
| BAII/Activo | 15 | -6,007 | 7,211 | ,237 | ,127 | -,237 | ,237 | ,023 ^c |
| BAII/Ventas | 15 | -109,398 | 346,878 | ,427 | ,361 | -,427 | ,427 | ,000 ^c |
| Empleo | 15 | 98,433 | 134,852 | ,279 | ,279 | -,235 | ,279 | ,003 ^c |
| crecimiento Empleo | 15 | 33,980 | 138,226 | ,307 | ,307 | -,245 | ,307 | ,000 ^c |

(1) Beneficio antes de intereses e impuestos

a. La distribución de prueba es normal.

b. Se calcula a partir de datos.

c. Corrección de significación de Lilliefors.

d. Esto es un límite inferior de la significación verdadera.

ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoxon- Continuación

Prueba de los rangos con signo de Wilcoxon

Muestra : 15 empresas en el mercado MAB-EE

| | | N | Rango promedio | Suma de rangos |
|-----------------------------------|--------------------|------------------|----------------|----------------|
| post_Ventas - pre_Ventas | Rangos negativos | 4 ^{br} | 5,25 | 21,00 |
| | Rangos positivos | 11 ^{bs} | 9,00 | 99,00 |
| | Empates | 0 ^{bt} | | |
| | Total | 15 | | |
| post_crecimientodeventas | - Rangos negativos | 9 ^{bu} | 7,56 | 68,00 |
| pre_crecimientodelasventas | Rangos positivos | 6 ^{bv} | 8,67 | 52,00 |
| | Empates | 0 ^{bw} | | |
| | Total | 15 | | |
| postExportaciones | - Rangos negativos | 1 ^{bx} | 4,00 | 4,00 |
| preExportaciones | Rangos positivos | 4 ^{by} | 2,75 | 11,00 |
| | Empates | 0 ^{bz} | | |
| | Total | 5 | | |
| post_ExportacionesVentas | - Rangos negativos | 1 ^a | 5,00 | 5,00 |
| pre_ExportacionesVentas | Rangos positivos | 4 ^b | 2,50 | 10,00 |
| | Empates | 0 ^c | | |
| | Total | 5 | | |
| post_ActivoTotal | - Rangos negativos | 0 ^d | ,00 | ,00 |
| pre_ActivoTotal | Rangos positivos | 15 ^e | 8,00 | 120,00 |
| | Empates | 0 ^f | | |
| | Total | 15 | | |
| post_crecimientodelactivo | - Rangos negativos | 10 ^g | 8,00 | 80,00 |
| pre_crecimientodelactivo | Rangos positivos | 5 ^h | 8,00 | 40,00 |
| | Empates | 0 ⁱ | | |
| | Total | 15 | | |
| post_ActivoInmaterial | - Rangos negativos | 2 ^j | 8,00 | 16,00 |
| pre_ActivoInmaterial | Rangos positivos | 13 ^k | 8,00 | 104,00 |
| | Empates | 0 ^l | | |
| | Total | 15 | | |
| post_crecimientoactivooinmaterial | - Rangos negativos | 12 ^m | 7,33 | 88,00 |
| pre_crecimientoactivooinmaterial | Rangos positivos | 3 ⁿ | 10,67 | 32,00 |
| | Empates | 0 ^o | | |
| | Total | 15 | | |
| post_ActivoMaterial | - Rangos negativos | 0 ^p | ,00 | ,00 |
| pre_ActivoMaterial | Rangos positivos | 15 ^q | 8,00 | 120,00 |
| | Empates | 0 ^r | | |
| | Total | 15 | | |

ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoxon- Continuación

Test de Wilcoxon: Rangos

| | | N | Rango promedio | Suma de rangos |
|----------------------------------|--------------------|------------------|----------------|----------------|
| post_crecimientoactivomaterial | - Rangos negativos | 10 ^s | 7,10 | 71,00 |
| pre_crecimientodelactivomaterial | Rangos positivos | 5 ^t | 9,80 | 49,00 |
| | Empates | 0 ^u | | |
| | Total | 15 | | |
| post_RecursosPropios | - Rangos negativos | 1 ^v | 3,00 | 3,00 |
| pre_RecursosPropios | Rangos positivos | 14 ^w | 8,36 | 117,00 |
| | Empates | 0 ^x | | |
| | Total | 15 | | |
| post_crecimientorecursospropios | - Rangos negativos | 9 ^y | 7,33 | 66,00 |
| pre_crecimientorecursospropios | Rangos positivos | 6 ^z | 9,00 | 54,00 |
| | Empates | 0 ^{aa} | | |
| | Total | 15 | | |
| post_Deudas - pre_Deudas | Rangos negativos | 3 ^{ab} | 4,67 | 14,00 |
| | Rangos positivos | 12 ^{ac} | 8,83 | 106,00 |
| | Empates | 0 ^{ad} | | |
| | Total | 15 | | |
| post_crecimientodeudas | - Rangos negativos | 8 ^{ae} | 7,00 | 56,00 |
| pre_crecimientodeudas | Rangos positivos | 7 ^{af} | 9,14 | 64,00 |
| | Empates | 0 ^{ag} | | |
| | Total | 15 | | |
| post_Deudasamenosdeunaño | - Rangos negativos | 2 ^{ah} | 4,00 | 8,00 |
| pre_Deudasamenosdeunaño | Rangos positivos | 13 ^{ai} | 8,62 | 112,00 |
| | Empates | 0 ^{aj} | | |
| | Total | 15 | | |
| post_Deudasalargoplazo | - Rangos negativos | 4 ^{ak} | 6,00 | 24,00 |
| pre_Deudasalargoplazo | Rangos positivos | 11 ^{al} | 8,73 | 96,00 |
| | Empates | 0 ^{am} | | |
| | Total | 15 | | |
| post_DeudasalargoplazoDeudatotal | Rangos negativos | 9 ^{an} | 8,11 | 73,00 |
| - | Rangos positivos | 6 ^{ao} | 7,83 | 47,00 |
| pre_DeudasalargoplazoDeudatotal | Empates | 0 ^{ap} | | |
| | Total | 15 | | |
| post_DeudasRecursosPropios | - Rangos negativos | 8 ^{aq} | 7,88 | 63,00 |
| pre_DeudasRecursosPropios | Rangos positivos | 7 ^{ar} | 8,14 | 57,00 |
| | Empates | 0 ^{as} | | |
| | Total | 15 | | |

ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoxon-Continuación

Test de Wilcoxon: Rangos

| | | N | Rango promedio | Suma de rangos |
|-------------------------------|--------------------|------------------|----------------|----------------|
| post_DeudasActivoMaterial | - Rangos negativos | 11 ^{at} | 8,45 | 93,00 |
| pre_DeudasActivoMaterial | Rangos positivos | 4 ^{au} | 6,75 | 27,00 |
| | Empates | 0 ^{av} | | |
| | Total | 15 | | |
| post_ApalancamientoFinanciero | - Rangos negativos | 11 ^{aw} | 9,00 | 99,00 |
| pre_ApalancamientoFinanciero | Rangos positivos | 4 ^{ax} | 5,25 | 21,00 |
| | Empates | 0 ^{ay} | | |
| | Total | 15 | | |
| post_capex - pre_capex | Rangos negativos | 3 ^{az} | 11,00 | 33,00 |
| | Rangos positivos | 12 ^{ba} | 7,25 | 87,00 |
| | Empates | 0 ^{bb} | | |
| | Total | 15 | | |
| post_BAII - pre_BAII | Rangos negativos | 11 ^{bc} | 8,73 | 96,00 |
| | Rangos positivos | 4 ^{bd} | 6,00 | 24,00 |
| | Empates | 0 ^{be} | | |
| | Total | 15 | | |
| post_BAIIActivo | - Rangos negativos | 13 ^{bf} | 8,38 | 109,00 |
| pre_BAIIActivo | Rangos positivos | 2 ^{bg} | 5,50 | 11,00 |
| | Empates | 0 ^{bh} | | |
| | Total | 15 | | |
| post_BAIIVentas | - Rangos negativos | 12 ^{bi} | 8,83 | 106,00 |
| pre_BAIIVentas | Rangos positivos | 3 ^{bj} | 4,67 | 14,00 |
| | Empates | 0 ^{bk} | | |
| | Total | 15 | | |
| post_Empleo - pre_Empleo | Rangos negativos | 0 ^{bl} | ,00 | ,00 |
| | Rangos positivos | 15 ^{bm} | 8,00 | 120,00 |
| | Empates | 0 ^{bn} | | |
| | Total | 15 | | |
| post_crecimientoempleo | - Rangos negativos | 7 ^{bo} | 7,00 | 49,00 |
| pre_crecimientodeempleo | Rangos positivos | 8 ^{bp} | 8,88 | 71,00 |
| | Empates | 0 ^{bq} | | |
| | Total | 15 | | |

ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoxon-Continuación

Test de Wilcoxon: Rangos

- a. $\text{post_ExportacionesVentas} < \text{pre_ExportacionesVentas}$
- b. $\text{post_ExportacionesVentas} > \text{pre_ExportacionesVentas}$
- c. $\text{post_ExportacionesVentas} = \text{pre_ExportacionesVentas}$
- d. $\text{post_ActivoTotal} < \text{pre_ActivoTotal}$
- e. $\text{post_ActivoTotal} > \text{pre_ActivoTotal}$
- f. $\text{post_ActivoTotal} = \text{pre_ActivoTotal}$
- g. $\text{post_crecimientodelactivo} < \text{pre_crecimientodelactivo}$
- h. $\text{post_crecimientodelactivo} > \text{pre_crecimientodelactivo}$
- i. $\text{post_crecimientodelactivo} = \text{pre_crecimientodelactivo}$
- j. $\text{post_ActivoInmaterial} < \text{pre_ActivoInmaterial}$
- k. $\text{post_ActivoInmaterial} > \text{pre_ActivoInmaterial}$
- l. $\text{post_ActivoInmaterial} = \text{pre_ActivoInmaterial}$
- m. $\text{post_crecimientoactivooinmaterial} < \text{pre_crecimientoactivooinmaterial}$
- n. $\text{post_crecimientoactivooinmaterial} > \text{pre_crecimientoactivooinmaterial}$
- o. $\text{post_crecimientoactivooinmaterial} = \text{pre_crecimientoactivooinmaterial}$
- p. $\text{post_ActivoMaterial} < \text{pre_ActivoMaterial}$
- q. $\text{post_ActivoMaterial} > \text{pre_ActivoMaterial}$
- r. $\text{post_ActivoMaterial} = \text{pre_ActivoMaterial}$
- s. $\text{post_crecimientoactivomaterial} < \text{pre_crecimientodelactivomaterial}$
- t. $\text{post_crecimientoactivomaterial} > \text{pre_crecimientodelactivomaterial}$
- u. $\text{post_crecimientoactivomaterial} = \text{pre_crecimientodelactivomaterial}$
- v. $\text{post_RecursosPropios} < \text{pre_RecursosPropios}$
- w. $\text{post_RecursosPropios} > \text{pre_RecursosPropios}$
- x. $\text{post_RecursosPropios} = \text{pre_RecursosPropios}$
- y. $\text{post_crecimientorecursospropios} < \text{pre_crecimientorecursospropios}$
- z. $\text{post_crecimientorecursospropios} > \text{pre_crecimientorecursospropios}$
- aa. $\text{post_crecimientorecursospropios} = \text{pre_crecimientorecursospropios}$
- ab. $\text{post_Deudas} < \text{pre_Deudas}$
- ac. $\text{post_Deudas} > \text{pre_Deudas}$
- ad. $\text{post_Deudas} = \text{pre_Deudas}$
- ae. $\text{post_crecimientodeudas} < \text{pre_crecimientodeudas}$
- af. $\text{post_crecimientodeudas} > \text{pre_crecimientodeudas}$
- ag. $\text{post_crecimientodeudas} = \text{pre_crecimientodeudas}$
- ah. $\text{post_Deudasamenosdeunaño} < \text{pre_Deudasamenosdeunaño}$
- ai. $\text{post_Deudasamenosdeunaño} > \text{pre_Deudasamenosdeunaño}$
- aj. $\text{post_Deudasamenosdeunaño} = \text{pre_Deudasamenosdeunaño}$
- ak. $\text{post_Deudasalargoplazo} < \text{pre_Deudasalargoplazo}$
- al. $\text{post_Deudasalargoplazo} > \text{pre_Deudasalargoplazo}$
- am. $\text{post_Deudasalargoplazo} = \text{pre_Deudasalargoplazo}$
- an. $\text{post_DeudasalargoplazoDeudatotal} < \text{pre_DeudasalargoplazoDeudatotal}$

ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoxon-Continuación

Test de Wilcoxon

ao. $\text{post_DeudasalargoplazoDeudatotal} > \text{pre_DeudasalargoplazoDeudatotal}$
ap. $\text{post_DeudasalargoplazoDeudatotal} = \text{pre_DeudasalargoplazoDeudatotal}$
aq. $\text{post_DeudasRecursosPropios} < \text{pre_DeudasRecursosPropios}$
ar. $\text{post_DeudasRecursosPropios} > \text{pre_DeudasRecursosPropios}$
as. $\text{post_DeudasRecursosPropios} = \text{pre_DeudasRecursosPropios}$
at. $\text{post_DeudasActivoMaterial} < \text{pre_DeudasActivoMaterial}$
au. $\text{post_DeudasActivoMaterial} > \text{pre_DeudasActivoMaterial}$
av. $\text{post_DeudasActivoMaterial} = \text{pre_DeudasActivoMaterial}$
aw. $\text{post_ApalancamientoFinanciero} < \text{pre_ApalancamientoFinanciero}$
ax. $\text{post_ApalancamientoFinanciero} > \text{pre_ApalancamientoFinanciero}$
ay. $\text{post_ApalancamientoFinanciero} = \text{pre_ApalancamientoFinanciero}$
az. $\text{post_capex} < \text{pre_capex}$
ba. $\text{post_capex} > \text{pre_capex}$
bb. $\text{post_capex} = \text{pre_capex}$
bc. $\text{post_BAII} < \text{pre_BAII}$
bd. $\text{post_BAII} > \text{pre_BAII}$
be. $\text{post_BAII} = \text{pre_BAII}$
bf. $\text{post_BAIIActivo} < \text{pre_BAIIActivo}$
bg. $\text{post_BAIIActivo} > \text{pre_BAIIActivo}$
bh. $\text{post_BAIIActivo} = \text{pre_BAIIActivo}$
bi. $\text{post_BAIIVentas} < \text{pre_BAIIVentas}$
bj. $\text{post_BAIIVentas} > \text{pre_BAIIVentas}$
bk. $\text{post_BAIIVentas} = \text{pre_BAIIVentas}$
bl. $\text{post_Empleo} < \text{pre_Empleo}$
bm. $\text{post_Empleo} > \text{pre_Empleo}$
bn. $\text{post_Empleo} = \text{pre_Empleo}$
bo. $\text{post_crecimientoempleo} < \text{pre_crecimientodeempleo}$
bp. $\text{post_crecimientoempleo} > \text{pre_crecimientodeempleo}$
bq. $\text{post_crecimientoempleo} = \text{pre_crecimientodeempleo}$
br. $\text{post_Ventas} < \text{pre_Ventas}$
bs. $\text{post_Ventas} > \text{pre_Ventas}$
bt. $\text{post_Ventas} = \text{pre_Ventas}$
bu. $\text{post_crecimientodeventas} < \text{pre_crecimientodelasventas}$
bv. $\text{post_crecimientodeventas} > \text{pre_crecimientodelasventas}$
bw. $\text{post_crecimientodeventas} = \text{pre_crecimientodelasventas}$
bx. $\text{postExportaciones} < \text{preExportaciones}$
by. $\text{postExportaciones} > \text{preExportaciones}$
bz. $\text{postExportaciones} = \text{preExportaciones}$

ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoxon-Continuación

Muestra : 15 empresas en el mercado MAB-EE

Test de Wilcoxon: estadísticos de contraste

| Estadísticos de contraste a | Z | Sig. asintót. (bilateral) |
|--|---------------------|------------------------------|
| post_Ventas - pre_Ventas | -2,215 ^b | ,027 |
| post_crecimiento Ventas - pre_crecimiento Ventas | -,454 ^c | ,650 |
| post_Exportaciones - pre_Exportaciones | -,944 ^b | ,345 |
| post_Exportaciones/Ventas - pre_Exportaciones/Ventas | -,674 ^b | ,500 |
| post_ActivoTotal - pre_ActivoTotal | -3,408 ^b | ,001 |
| post_crecimiento del Activo - pre_crecimiento del Activo | -1,136 ^c | ,256 |
| post_Activo Inmaterial - pre_Activo Inmaterial | -2,499 ^b | ,012 |
| post_crecimiento Activo Inmaterial - pre_crecimiento Activo Inmaterial | -1,590 ^c | ,112 |
| post_Activo Material - pre_Activo Material | -3,408 ^b | ,001 |
| post_crecimiento Activo Material - pre_crecimiento Activo Material | -,625 ^c | ,532 |
| post_Recursos Propios - pre_Recursos Propios | -3,237 ^b | ,001 |
| post_crecimiento Recursos Propios - pre_crecimiento Recursos Propios | -,341 ^c | ,733 |
| post_Deudas - pre_Deudas | -2,613 ^b | ,009 |
| post_crecimiento Deudas - pre_crecimiento Deudas | -,227 ^b | ,820 |
| post_Deudas a menos de un año - pre_Deudas a menos de un año | -2,953 ^b | ,003 |
| post_Deudas a largo plazo - pre_Deudas a largo plazo | -2,045 ^b | ,041 |
| post_Deudas a largo plazo/Deuda total - pre_Deudas a largo plazo/Deuda total | -,738 ^c | ,460 |

ANEXO 14. Test de Kolmogorov-Smirnov y Test de rangos con signo de Wilcoson- Continuación

Test de Wilcoson, mercado MAB-EE, muestra 15 empresas

Estadísticos de contraste

| | | |
|--|---------------------|------|
| post_Deudas/Recursos Propios - pre_Deudas/Recursos Propios | -,170 ^c | ,865 |
| post_Deudas /ActivoMaterial - pre_Deudas/ActivoMaterial | -1,874 ^c | ,061 |
| post_Apalancamiento Financiero - pre_Apalancamiento Financiero | -2,215 ^c | ,027 |
| post_capex - pre_capex | -1,533 ^b | ,125 |
| post_BAII - pre_BAII | -2,045 ^c | ,041 |
| post_BAII/Activo - pre_BAII/Activo | -2,783 ^c | ,005 |
| post_BAII/Ventas - pre_BAII/Ventas | -2,613 ^c | ,009 |
| post_Empleo - pre_Empleo | -3,408 ^b | ,001 |
| post_crecimiento Empleo - pre_crecimiento del Empleo | -,625 ^b | ,532 |

a Prueba de los rangos con signo de Wilcoxon

b Basado en los rangos negativos.

c Basado en los rangos positivos.

LISTA DE TABLAS

TABLA 1. Mercados Alternativos de Valores Europeos para Medianas y Pequeñas Empresas.

TABLA 2. Distribución industrial de empresas en los mercados alternativos de valores europeos.

TABLA 3. Mercados alternativos de valores europeos: Tamaño de las empresas distribuidas por industrias.

TABLA 4. Mercados alternativos de valores europeos: Tamaño de las empresas distribuidas por rangos de capitalización.

TABLA 5. AIM y “Resto Mercados”: Empresas distribuidas por rangos de capitalización.

TABLA 6. Empresas vivas en mercados alternativos de valores: Distribución por antigüedad del registro en el mercado.

TABLA 7. Mercados alternativos de valores europeos: Distribución industrial de las empresas, excluido el Alternative Investment Market.

TABLA 8. Mercados alternativos de valores europeos: Importancia relativa de cada industria en cada mercado.

TABLA 9. Mercados alternativos de valores europeos: Distribución de empresas por rangos de capitalización.

TABLA 10. Modelos de Mercados y Normas de Funcionamiento: AIM, Alternext, Entry Standard, First North, MAB-EE.

TABLA 11. Modelos de Mercado y Normas de Funcionamiento: EN.A, ESM, MAC, Third Market, New Connect.

TABLA 12. Costes directos e indirectos asociados a la decisión de salir a cotizar al mercado de valores.

TABLA 13. Coste Directo de salir a cotizar: Cuota de la Entidad Aseguradora de la OPV.

TABLA 14. Infravaloración en diferentes mercados de OPVs en EEUU y Europa.

TABLA 15. Población y muestra empresas del mercado Alternext.

TABLA 16. Mercado Alternext: Ofertas Públicas Iniciales de Venta de Acciones (OPVs).

TABLA 17. Mercado Alternext: Distribución por industrias del efectivo captado en las OPVs.

TABLA 18. Mercado Alternext: Estructura de las OPVs.

TABLA 19. Mercado Alternext: Acciones vendidas en las OPVs.

TABLA 20. Mercado Alternext: Financiación captada en las OPVs.

TABLA 21. Mercado Alternext: Estructura accionarial de las empresas antes y después de las OPVs.

TABLA 22. Mercado Alternext: Los costes directos de salir a cotizar.

TABLA 23. Mercado Alternext: Recursos captados en las OPVs y costes directos de salir a cotizar.

TABLA 24. Mercado MAB-EE: Distribución por industria de las OPVs.

TABLA 25. Mercado MAB-EE: Ofertas Públicas de Venta de Acciones.

TABLA 26. Mercado MAB-EE: Estructura Accionarial de las empresas antes y después de realizar las OPVs.

TABLA 27. Mercado MAB-EE: Los costes directos de salir a cotizar.

TABLA 28. Mercado MAB-EE: Recursos captados en las OPVs y costes directos de salir a cotizar.

TABLA 29. Razones dadas por las empresas por las que adoptan la decisión de salir a cotizar.

TABLA 30. Características de las OPVs realizadas en los mercados Alternext y MAB-EE.

TABLA 31. Alternext: Estructura de las empresas en el momento de salir a cotizar.

TABLA 32. MAB-EE: Estructura de las empresas en el momento de salir a cotizar.

TABLA 33. Análisis de Regresión Múltiple: Coeficientes de regresión.

TABLA 34. Análisis de Regresión Múltiple: Prueba ANOVA.

TABLA 35. Análisis de Regresión Múltiple: Coeficientes de correlación parcial y significancia estadística.

TABLA 36. Alternext: Impacto del mercado sobre la estructura financiera y empresarial.

TABLA 37. Mercado MAB-EE: Impacto del mercado sobre la estructura financiera y empresarial.

TABLA 38. Alternext y MAB-EE: estructura inicial de las empresas y su evolución posterior en el mercado.

TABLA 39: Alternext y MAB-EE: Significancia estadística del impacto del mercado sobre la estructura financiera-empresarial.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1. Distribución industrial de empresas en los mercados alternativos de valores europeos.

GRÁFICO 2. Mercados alternativos de valores europeos: Evolución del registro de empresas.

GRÁFICO 3. Mercados alternativos de valores europeos: Distribución industrial de empresas.

GRÁFICO 4. Dimensión de los mercados alternativos de valores europeos por empresas registradas y capitalización.

GRÁFICO 5. Dimensión de los mercados alternativos de valores europeos por empresas registradas y capitalización bursátil.

GRÁFICO 6. Espectro de mercados alternativos de valores europeos por número empresas registradas y capitalización bursátil.

GRÁFICO 7. Espectro de mercados alternativos de valores europeos por empresas registradas y capitalización, excluido el Alternative Investment Market.

GRÁFICO 8. Distribución industrial de las empresas registradas en los mercados alternativos de valores europeos.

GRÁFICO 9. AIM y “Resto Mercados”: Distribución de empresas por rangos de capitalización.

GRÁFICO 10. Evolución del índice CAC-40 de Euronext París.

GRÁFICO 11. Evolución de las OPVs en el mercado Alternext.